

# Obsah

888 116

<b>Predslov</b>	12
<b>Návod na použitie</b>	15
<b>Varovanie</b>	16
<b>Dajte pokoj s krízou</b>	17
<b>Prvý diel:</b>	
<b>Finančný kolaps Made in USA</b>	20
<b>Kráľ je nahý</b>	22
Veľké ekonomické umiernenie pred hurikánom. Krízu nespôsobil krach Lehman Brothers. Bear Stearns áno, Lehman Brothers nie. Banky bežia na banky. Až keď vyschne repo prameň, zistíte, kto si nepostavil vlastnú studňu. Beh na peňažné fondy. Popretfhané repo reťaze. Peniaze alebo život? Koniec sveta do 24 hodín.	
<b>Amerika klikla „pauzu“ na kapitalizme</b>	36
Keď nulový úrok nestačí. QE. Fed spasil svet. TARP. Zákaz predajov na krátko – nevidím zlo, nepočujem zlo. Fannie Mae a Freddie Mac – výnosné podnikanie garantované štátom.	
<b>Hon na čarodejnice – čo sa nestalo</b>	48
Kríza morálky – sú dnes ľudia väčšie svine? Za všetko môžu špekulanti. Špekulant vytvorí aj vo vojenskom lágri prebytok. Proroci v službe všeobecného blahobytu. Podvod nie je špekulácia a zlodej nie je špekulant. Zlyhal kapitalizmus. Krízu spôsobil nedostatok regulácie finančného sektora. Zlyhanie štátu vo funkcii regulátora finančného sektora. Nebezpečná viera v usilovného regulátora obhajujúceho záujmy ľudí. Keď sa teória štátnej regulácie stretne s biznis realitou – prípad Robert Rubin. Kúp si svojho regulátora. ExGoldman reguluje Goldmana. Napíš si svoju reguláciu. Regulátor je vždy minimálne o krok pozadu. Je čas prestať sa vyhovárať na ratingové agentúry. Náklady regulácie. Pred ďalšou krízou nás zachráni „lepšia“ regulácia! Chýba kapitalistické peklo. Globálna záplava úspor a vznik nerovnováh. Ceny v USA kontroluje Fed a nie čínsky sporiteľ. Čínsko-americká menová únia a podivný papierový poklad. Predátorskí dlžníci? Predátorskí veritelia! Prirodzený experiment vplyvu predátorov na dlžnícky ekosystém. Zmizla chamtivosť, vytratila sa investičná žiadostivosť.	



### **Za všetkým hľadaj zlé peniaze**

Keď štát platí bankám za to, že si požičiavajú. Bublina v amerických nehnuteľnostiach. Do súkromného bublifuku fúka centrálna banka. Štátom dotované úroky – lacnejšia páka, viac dlhu, viac rizika. Zníženie úrokov dvíha cenu dlhých aktív viac ako krátkych. Štátna stimulácia špekulácií. Úvery zadarmo robia zo všetkých špekulantov. Peniaze nie sú kapitál. Rothbardland vs. Krugmanistan. Na postavenie ozajstného domu potrebujete minúť ozajstné úspory. Nekresťanský úrok. Úrok ako odmena za čakanie. Úrok nie je cena peňazí, ale cena úveru. Za každým chlebom je pole a mlyn – produkčná štruktúra ako výrobná linka ekonomiky. Pomýlené investície, pomýlená spotreba – opitý dirigent a falošné tóny podnikateľov v produkčnej symfónii. Prasknutie bubliny, vytriezvenie a veľké upratovanie. Rast úrokov pokazí dlhovú zábavu – keď bankám prestane ísť karta. Z rozhadzovačných dlžníkov skúpi športelia, z inflácie deflácia. Recesia. Boom nasledovaný recesiou ako chybový cyklus. Krízoví spolupáchatelia. Finančné inovácie ako nástroj zahmlievania. Credit Default Swap. Sekuritizácia. Príliš komplexný finančný svet pre regulátora. Štátna podpora bývania dala bubline formu.

### **Kde sa zlé peniaze rodia, komu slúžia, ako zanikajú – exkurzia bankovým systémom**

Monopol, ktorý ekonómom podozrivo neprekáža. Prvý centrálny bankár bol za svoju činnosť odsúdený na smrť. Fiat peniaze – zlé peniaze s núteným obehom. Kamene Rai. Čím sú kryté nekryté fiat peniaze. Z vody víno, peniaze z ničoho – zázrak vzniku peňazí v komerčných bankách. Zo 100 na 10 000 a z 10 000 späť na 100. Kde dnes vznikajú a zanikajú peniaze. V banke nie sú všetky vaše peniaze. Beh za stabilnejším bankovým systémom. Kapitál nie sú rezervy. Ako môže byť centrálna banka proti kapitalizmu, keď ju chceli samotné komerčné banky? Evolúcia k systému s centrálnou bankou. Centrálna banka a kapitalizmus. Cesta k zlým peniazom. Kto vlastní Fed. Centrálna banka ako sociálna poisťovňa bankárov. Bankové kasíno. Centrálna banka ako „stolček prestri sa“ pre štát. Hranica medzi monetárnou a fiškálnou politikou neexistuje. Negatívne dopady centrálne riadeného nafukovania množstva peňazí. V nasledujúcej päťročnici odstránime úrok. Ceny sú ekonomické feromóny a podnikatelia včely. Ceny nemôžu vzniknúť bez vlastníckych práv. Peniaze nie sú neutrálne. Inflačné prerozdelenie – prečo sa oplatí obchodovať so štátom a s bankami. Cenová stabilita? Ceny utrhnuté zo zlatej reťaze. Zlé peniaze ako živá voda pre finančný sektor a špekulantov – explózia dlhu. Dlh je zhmotnením viery v lepšie zajtrašky. Rozdiel medzi dlhom a peniazmi. Zlé peniaze podporujú vojny.

### **Kritika teórie hospodárskeho cyklu spôsobeného zlými peniazmi**

Neverte mne, verte centrálnym bankárom – centrálna banka skutočne ovplyvňuje aj dlhodobé úroky. Keď sa nedá povedať nie alebo neracionálne očakávanie racionálnych očakávaní.



**Reakcia na krízu - keď je liečba  
horšia než choroba**

178

**Indukovaná spotreba - o ekonomických  
doktoroch, ich vede a zamestnávateľoch**

180

O ekonómoch a ich vede. Ekonomika nie je MONIAC. Hlavne presne!  
To je jedno, že zle. Komplex ekonóma. Iná veda, iné metódy.  
Neznesiteľná ľahkosť odporúčení pre hospodársku politiku.  
Rakúska tabletky. O politikoch, pre ktorých ekonómovia pracujú.  
Nesmrteľný politický romantizmus. Politici pri moci sú ako deti - majú  
vysokú časovú preferenciu. Politický dopyt po ekonomických teóriách  
a ich ponuka sa nemusia pretínať tam, kde je pravda. Všetci sme dnes  
keynesiáni - ekonomické videnie sveta, ktoré odporúča 9 z 10 politikov.  
Chýba náuka o zlyhaniach štátu. Štát ako jeden z najlepších príkladov  
problému externalít nebude jeho ideálnym riešením.

**Po súkromných ziskoch prišlo znárodnenie  
strát - krízový socializmus pre bohatých**

209

Banky spia so štátom v tej istej posteli. Veľká banková lúpež, pri ktorej sa  
nespustili alarmy. Príliš veľkí a bohatí pre pravidlá kapitalizmu - dlhá cesta  
k zrodu Greenspanovej put-opcie. Upratovanie po ekonomických  
nobelistoch. Centrálna banka v službách Wall Streetu pri nafukovaní  
internetovej bubliny. Greenspan je preč, štátna garancia zostala.  
Zombie banky. Záchrana finančného sektora bola výborná investícia.  
Bankovní akcionári sú dnes účastníci štátom dotovanej lotérie.

**Púť za makro obedom zadarmo  
- fiškálna stimulácia**

226

Bez zjedenia koláčov nie je práca? Paradox paradoxu šetrenia. Plošné šetrenie  
ako cena za chyby v minulosti a nie vrtoch živočíšnych pudov.  
Smrteľná deflačná špirála, začarovaný kruh a iné strašidlá. Mars útočí,  
ekonómovia jasajú. Prečo nezbombardovať Paríž. Opatrne s HDP.  
Hrubý domáci produkt nie je celý agregátny dopyt. Pokles HDP,  
ktorý treba osláviť, a rast HDP, za ktorý sa treba hanbiť. Štátnym plytvaním  
k vyššiemu HDP. HDP podradnej kvality. Fiškálna stimulácia v praxi  
- podpora priateľov a štátom dotovaná deštrukcia.

Centrálne banky v plnom nasadení. Keď je nulový úrok reštriktívnou monetárnou politikou. Ben Bernanke dostal po havárii druhú šancu. Vskutku zlá deflácia. Paleo-keynesiánska fóbia z peňazí pod matracom. Rigidné ceny – pevný bod novokeynesiánskeho vesmíru. Trh práce v recesii. Ceny sú oproti neoklasickej utópii vskutku strnulé. Vedia zamestnávateľia o tom, že mzdy sú rigidné? Správanie miezd po kríze. Podfukom s tlačiarňou k flexibilným mzdám. Rigidný dlh. Skutočne rigidné ceny. Štátna podpora strnulosti amerického trhu práce. Neflexibilné faktory produkcie. Efekt bohatstva najmä pre bohatých. Ultimátny monetárny stimul z Československa roku 1953. Eutanázia dôchodcu centrálnou bankou. Centrálna banka nezávislá ako siamské dvojča. Reichsbank – skutočne nezávislá centrálna banka. Podozrivo obľúbený monetárny intervencionizmus – nehryz ruku, čo tá kŕmi. Fed a jeho ekonómia. Za Veľkú infláciu môže veľká inflácia. Fašizmus alebo zastavenie rastu cien – falošné dilemy ekonomických expertov. Kde je moja hyperinflácia?! Rozdiel medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou. Povinné minimálne rezervy dnes nie sú efektívnym nástrojom monetárnej politiky. Rast rezerv ešte automaticky neznamená infláciu – japonská záhada vyriešená. Keď multiplikačný zázrak prestane fungovať. Súboj inflácie s defláciou má jasného favorita. Centrálne banky sa snažia riadiť ekonomiku podľa nesprávnych budíkov. Greenspanova inflačná slepota. Ceny akcií po kríze narástli na trojnásobok a ekonómovia nevidia cenovú infláciu. Z nominálneho HDP sa nenajeme. Rovnica výmeny. Veď aj Hayek to vravel. Strachom šíreným centrálnou bankou k rastúcemu nominálnemu HDP. Nie je jedno, či sú rybky ešte nažive.

**Štvrtý diel:**

**Eurokríza – prípadová štúdia zlých peňazí**

**300**

**Ako sa rodí mena**

**302**

Na začiatku bol had. Nemecká atómová zbraň. Zbabraná nemecká taktika. Budiž euro! Neprajné nemecké sudičky nad euro kolískou. Nekvalitná malta.

**Grécko trhajú vlci**

**308**

Euro napadla svorka špekulantov. Verejné tajomstvo o gréckych podvodoch vo verejných štatistikách. Tu nikto nič negarantuje? Pramene európskej solidarity s Gréckom – aj pri tejto záchrane išlo o veriteľov. Ďalšia centrálna banka zachraňuje svet. Vyháňanie duchov Bundesbank z ECB. Zrod európskej stratégie Daj pôžičku a modli sa! Kríza ako príležitosť na ďalšiu integráciu bez ohľadu na preferencie voliča.

**Ako euro bubliny nafúklo a Grékom nezaslúženú dekádu hojnosti prinieslo**

**317**

Euro? Nemožné! Zlý nápad. Nevydrží. Kde je vôľa, tam je cesta – hladomor v Bavorsku. Nemožno to hodiť na Američanov. Eurokrízu spôsobilo euro. Nie je dôležité, čo sa píše v európskych dohodách – implicitná garancia. Goldman Sachs – s kým bankovali grécki politici. Rovnaká politika, rovnaké výsledky. Keď veriteľ platí dlžníkovi – negatívne reálne úroky v periférii. Reálne vs. nominálne úroky. Úroky podľa potrieb, nie zásluh – ako ECB budovala mýtus o nízkom riziku na gréckych dlhopisoch. Anatómia bublín z bublifuku ECB – Španielsko a Írsko. Čierni pasažieri v eurovlaku. Pakt stability a rastu – ani rast, ani stabilita. Slovenské skúsenosti s manipuláciou ekonomických indikátorov.



## **Slovensko a euro – prví, ale v zlom rade** 339

Keď ide karta. Analýza výnosov a výnosov zavedenia eura. Nemali sme inú možnosť! Vývoj finančnej krízy zo mňa na pár mesiacov spravil eurooptimistu. Náklady, pred ktorými Slovákov nik nevaroval.

## **Euro bojuje o život** 346

Írska párty. Írska opica. Ponuka ECB, ktorá sa neodmieta. Španielsko – rovnaké drogy, pomalšie vytriezvenie. Nemci profitovali z eura, tak nech platia! Sedem rokov nemeckej eurovej biedy. Kto zarobil na eure. Euro zachránilo nemecký export. Záporné úroky na nemeckom dlhu.

## **Záchranné práce v eurozóne** 360

Európska verzia „príliš veľký na to, aby padol“. Tučný grécky default. ECB dala dole Rytiera a zachraňuje Taliansko. Slovenský parlament zachraňuje svet.

## **Európska centrálna banka – záchranné koleso pre eurozónu** 367

ECB a jej kniha plná kúzlov. Nie LOTR, ale LTRO bol pánom prsteňov v Európe. Čakanie na infláciu – európska verzia. Kvalitatívne uvoľňovanie ECB. Balkánske euro. TARGET 2 zostatky – stopy záchrany bánk periférie zlými peniazmi. Nová úloha ECB – veriteľ poslednej inštancie pre vlády. Draghiho Put zabral. Treba sa obávať bankrotu centrálnej banky? Banková únia na prerozdelenia strát.

## **Nefunguje menová únia? Poďme do fiškálnej!** 382

Dobry plot robí dobrých susedov a uveriteľná hrozba defaultu dobrých členov menovej únie. Robíme to pre mier v Európe! Euro ako nástroj európskej dezintegrácie.

### **Platy diel:**

## **Ako to dopadne – pohľad do krištáľových gúľ** 390

## **Čakanie na rast** 392

Strategická hra o to, kto zožerie straty odhalené krízou. Hojenie už prebieha – testovanie, koľko parazitov kapitalizmus unesie. Intervencie zvýšili mieru neistoty.

## **Pomalé umieranie legendy o bezrizikovom aktíve v podobe štátneho dlhopisu** 395

Prečo súkromní investori tak ochotne požičiavajú štátom. So zákonodarným zborom, políciou, súdmi a centrálnou bankou za chrbtom je radosť si požičiavať. Medzinárodný menový fond – globálny veriteľ poslednej inštancie pre politikov. Slepec na mýnovom poli – hľadanie limitov výšky štátneho dlhu. Keynesiánska konečná. Bublina v štátnom dlhu hľadá svoj špendlík – keď defaultuje štát. Kedy je štátny dlh udržateľný. Štátny dlh nie je problém, ale naše aktívum! Naozaj si požičiavame od našich detí? Možné riešenia vysokých štátnych dlhov – ako bude vyzeráť redukčná diéta? Inflácia sa bude snúbiť s finančnou represiou.

## **Čakanie na infláciu**

416

Inflačné zlyhanie vedie k odvážnym experimentom s peniazmi.  
V zálohe sú vrtuľníky – level majstrov monetárnej stimulácie.  
Ukončenie neštandardných monetárnych opatrení – na počkanie  
a bezbolestne. Bude mať Fed dosť dlhopisov na zničenie nadbytočných  
dolárov? Cenová inflácia nie je čisto monetárny fenomén – zoznámte  
sa s fiškálnou infláciou. Weimarská hyperinflačná lekcija. Od miernej  
k cválajúcej, z cválajúcej hyperinflácia. Hyperinflácia nie je nezvratný osud,  
ale politické rozhodnutie. Hrozí hyperinflácia? Od zajtra už s podporou  
ekonomiky infláciou prestaneme!

## **Prežije euro?**

429

Optimistický scenár – iba jedna stratená dekáda. Nečakané pozitíva  
eura – euro ako kvázi zlatý štandard. Achillova päta európskej dlhovej  
únie. Euro ako dogma. Druhý grécky default. ECB drží banky nad vodou.  
Deň zúčtovania – o koľko schudobnejú Európania. Neue Deutsche Mark  
a návrat k medzivládnej anarchii v Európe?

## **Amerika ako (ne)bezpečný prístav**

440

USA ako matrac pre svetové úspory. Nehorázne privilegium a najľahší  
export na svete. Fiškálny ateizmus. Nič netrvá večne, ani celosvetová láska  
k americkým dolárom. Keď Fedu trhy vezmú plynový pedál. Default USA.  
Nie, nebolo by to prvýkrát.

## **Pohľad za horizont prvých päťročníc**

449

Romantický katastrofizmus – kolaps finančného systému bol príliš  
optimistickým scenárom. Papierové peniaze sú tiež len bublina. Dolár alebo  
euro? Keynesovo „bankové zlato“ Bancor. Ázijské storočie. Bude vojna?

## **Trochu perspektívy – svet sa má dnes výrazne lepšie než kedykoľvek v minulosti**

457

### **Šiesty diel:**

#### **Čo sa urobiť malo a čo urobiť treba**

460

- Primum non nocere (predovšetkým neškodiť)

## **Viac Európy, menej Bruselu**

462

Zrušiť európske zbrane hromadného morálneho hazardu.  
Pobaltský trojuholník. Miesto, kde nefungujú zákony keynesiánskej  
ekonómie. Je čas, aby štáty začali šetriť. Prirodzený americký experiment  
v extrémnom šetrení dopadol napriek varovaniám ekonómov dobre.  
Preč s cenovými rigiditami v eurozóne a bariérami mobility výrobných  
faktorov. Keby štát nezakazoval prácu za 55 centov na hodinu, bolo by  
jej v Európe nekonečno. Decentralizácia ako lacné poistenie proti hlúposti  
jednotlivcov a nejasnej budúcnosti. Kedy z integračného bicykla radšej  
spadnúť – transformácia eurozóny na dobrovoľnú menovú úniu vzájomného  
rešpektu a individuálneho ručenia. Náklady menového nacionalizmu  
– švajčiarske pokrízové lekcije.



## **Otvorenie lovu na finančné pandy – návrat ku kapitalizmu aj pre bohatých**

475

Návrat k časom overeným tradíciám – ručenie vlastníkov alebo viac kapitálu. Pre štátneho regulátora je finančná páka banky 1:71 fajn. Viac kapitálu v bankách – nižšia prosperita? Dalo sa aj inak – prečistenie trhu zánikom nesolventných subjektov. Európske bankotrasenie. Internalizácia nákladov podnikania finančných inštitúcií. Hrozba bankrotu ako jediná efektívna regulácia finančných inštitúcií.

## **Cesta k dobrým peniazom – zlato, papier alebo elektróny?**

485

Striebro a zlato – peniaze pre neveriacich. Zlaté peniaze – nekritická láska alebo nenávisť. Prečo zlato a nie Bordeaux ani lítium. Zlatý meteorit a iné obavy ekonómov zo zlatých peňazí. Cena zlata príliš skáče a jeho ťažba je plytvaním. Zlato dnes v západnom svete nie je peniazmi no stále má extrémnu peňažnosť. Zlatý štandard ako dohodnuté pravidlá monetárnej expanzie. Barter a lokálne meny – skôr romantika než riešenie. Bitcoin – zlato kryptoalchymistov.

## **Slobodu úrokom – koniec štátneho peňažného monopolu**

501

Dovoľme im súťažiť – konkurencia súkromných peňazí garantom kvality. Poistenie vkladov v bankách – zbraň hromadného ničenia zodpovedného bankovníctva. Centrálne bankovníctvo je prežitkom z dôb centrálného plánovania. Čo s bankovníctvom na frakčných rezervách.

### **Siedmy diel:**

## **Ako žiť dobrý život napriek zlým peniazom**

508

Klamári. Premyslená informačná diéta. Asymetrická bolesť dlhu. Bývať „vo svojom“. Bývať v prenajatom. Tri groše ako poistenie životného minima. Šetrím a investujem – dobrovoľný sporivý pilier. Po-hotovosť. Dostanem dôstojný dôchodok od štátu a vianočné darčeky nosí Santa Claus. Druhý pilier – rezervný fond vlády. Likvidácia dlhov cez infláciu – potreba aktívnej inflačnej domobrany. Tezaurujte, robili to aj naši predkovia. Namiesto zlatej žily a zlatých zubov. Zlato ako bezpečný prístav. Hon na „bohatých“ – pripravte sa na zdanenie majetku.

## **Poznámky**

534

## **Použité zdroje**

554



## Predslov

Pozorovatelé hospodářské politiky, věhlasní policy-makeři, politici, ale i mnozí nositelé Nobelovy ceny za ekonomii za poslední desetiletí často prodělali zajímavý obrat. Nejprve hlásali, že hospodářské krize jsou artefaktem minulosti a že nás čeká nepřetržitý hospodářský růst doprovázený trvalým růstem cen nemovitostí i akciových trhů. Omyl. Pak finanční krize udeřila. Lidé, kteří už jednou prokázali svou neschopnost porozumět klíčovým ekonomickým souvislostem a signály ukazující na příchod velkého ekonomického propadu neidentifikovali, byli hlasitě slyšet znovu. Najednou prý věděli, jak krizi léčit, a jejich recepty prý dozajisté jako jediné mohly zajistit, že krize bude krátká a téměř bezbolestná. Další omyl. Když se ukázalo, že máme co do činění s největším propadem hospodářství za několik generací, zasahující velkou část světa, který přivádí na pokraj krachu ambiciózní projekty jako je společná měna Euro a rozvrací mnohé země, mezi nimiž vévodí Řecko, opět tito lidé měli recept. Zachránit, udržet, ať to stojí, co to stojí. Další omyl. Může si někdo rozumný myslet, že jim někdy jejich odhad vyjde a politika, jež vlaje ve vleku úvah těchto vlivných lidí, přinese řešení? To vše v situaci, kdy nabízená řešení téměř vždy spočívají v posilování vlivu politiky na naše životy, ve vládním utrácení cizích peněz a v manipulaci úrokovými měrami, což neznamena nic jiného než vytváření nových peněz z ničeho?

Vedle takovýchto „expertů“ na věci hospodářské politiky najdeme velmi málo lidí – na Slovensku, v Čechách, ale i na světě –, kteří se takto zásadně nemýlili. O příchodu krize psali předtím, než skutečně nastala, hloubku problému si uvědomovali od samého počátku a navíc nezastupují politické zájmy, které by jim bránily říci pravdu o hloubce hospodářského propadu, příčinách problémů v Řecku nebo nákladech Eura. Juraj Karpiš je zářným příkladem takového výjimečného člověka, který si za svým – stále principiálně stejným, jen postupně precizovaným – názorem stojí bez ohledu na to, zda je v dané chvíli populární, či nikoli, a pro své postoje má argument pevně ukotvený v poznání, jež po desítky let kultivovali největší ekonomičtí myslitelé. Jeho kniha *Zlé peniaze* v plné šíři ukazuje, proč je Juraj autoritou v oblasti analýz příčin hospodářské krize (té minulé i těch budoucích), jejího průběhu a smysluplnosti pokusů vymanit se z hospodářského propadu, ale i souvisejících otázek jako je zkázonosnost inflace, reforma světového měnového uspořádání, dluhová krize, Euro, členství Slovenska v měnové unii, nebo třeba i témat jako je politizace vědy nebo (euro)propaganda. Autor v každé kapitole své knihy demonstruje, jak dlouho a intenzivně se problémům peněz a otázkám spojených s problémem krize věnuje. Pro mnohé významné i méně významné aktéry dění se tak stává nepohodlným. Připomíná jim totiž jejich dnes již zjevně tragikomická vyjádření, zcela mylné odhady a až děsivě nepřesné prognózy budoucího vývoje, na které by asi nejraději zapomněli. Juraj Karpiš má ale dobrou paměť a tisíce poznámek o tom, co kdo kdy řekl a popřel, slíbil a nedodržel, po čase přiznal nebo



se snažil urputně zatajit, ale jiní ho odhalili. Díky těmto ilustrativním detailům se jeho kniha čte jako poutavý politický thriller ze žhavé současnosti (jakkoli nechybí ani klasická pohádková témata – kapitolu „stolečku, prostři se“ v knize najdeme a kandidátů na „hloupého Honzu“ je až nečekaně mnoho.) V Karpišově thrilleru vystupují nejvýznamnější světoví politici prokazující opakovaně svou nekompetentnost; ředitelé obřích bank a investičních fondů spravující miliardy dolarů a vyplácející si miliony na odměnách za svou (mnohdy katastrofálně špatnou) práci spolu s prolhanými regulátory, kteří mají dohlížet na poctivost jejich konání; slavní profesori, kteří kvůli penězům zapomínají na svou akademickou čest a zaprodávají svou reputaci; komičtí lokální politici snažící se předstírat hru na nejvyšší politiku a čelící vydírání hráčů světovějšího formátu; jsme svědky dechberoucích postelových scén (jakkoli pohled na centrální bankéře v pevném objetí s ministry financí není nejromantičtější představou ani pro milovníky skupinových scén); sledujeme velké a naivní plány na spásu světa odsouzené od samého počátku k neúspěchu; zákulisní schůzky amerického ministra financí snažícího se ovlivnit dění na evropském kontinentu; excentrické matematiky ve službách mocných oligarchů; krachy zemí a davy ožebračených důchodců, kteří sice oprávněně protestují, ale neviní správně ty, kteří jsou skutečně za jejich problémy odpovědní; potkáváme sebevědomé centrální plánovače, kteří zkoušejí znovu a znovu pod jinými hesly stále totéž, a jejich zaryté odpůrce, kteří se jim marně (pokolikáté už?) snaží vysvětlit, že svět podle jejich představ opravdu, znovu a zase, fungovat při sebelepší snaze nemůže; vidíme bohatství jedněch a bídu druhých, marné naděje i zklamání, virtuální realitu zpolitizovaných či zkorumpovaných médií, manipulaci, podvody, intriky... Zkrátka, je to nesmírně poutavé čtení a je téměř jedno, zda čtenář čte knihu od začátku nebo ji jen náhodně otevře a začte se. V každém případě bude mít problém se čtením přestat.

Kvalitou knihy je též její specifický styl – Juraj Karpiš píše o vážných věcech, ale dokáže být osobní, poutavý a vtipný. Není – a to ani tehdy, kdy k tomu situace vybízí – laciný a povrchní, zachovává si pokoru (kterou před lety slavný Milton Friedman při své návštěvě Prahy označil za klíčovou vlastnost klasických liberálů). Je ve svém argumentu poctivý a ve vyjádření přímý. Kde toto dnes najdete? Zdokumentuje-li například něčí záměrný myšlenkový veletoč, jehož cílem je zamlčet pravdu, jednoduše kapitolu nazve „Klamári“, navzdory tomu – nebo spíše právě proto – že daný vysoký politik je držitel evropské ceny *Vision for Europe* za „výjimečné úspěchy ve směřování Evropy do budoucnosti“.

Kdo by si však myslel, že kniha *Zlé peniaze* je jakousi populární příručkou o finanční krizi plnou pikantních výroků užvaněných politiků, jež může sice pobavit a zahanbit autory plytkých komentářů v médiích, kteří žijí pouze zprávami včerejšího dne, ale nepřináší mnoho nadčasového, velmi by se mýlil. Juraj Karpiš totiž v podstatě sepsal mnohovrstevnatou učebnici měnové teorie a hospodářské politiky s odbočkami do metodologie ekonomické vědy, politické filosofie, teorie



úroku, dějin ekonomického myšlení a historie měnových doktrín, knihu plnou poznání, knihu poučenou a zároveň poutavou. Dramatický příběh krize je pro Karpiše pouze kulisou pro vysvětlení nadčasových zákonitostí fungování společnosti, jež správně chápaná ekonomická věda dokáže poskytnout, a nepřehlédnutelným důkazem propojenosti teoretického poznání s praxí. Při čtení si snad všichni uvědomí, kolik škod a lidského utrpení může špatné teoretické poznání napáchat. Zahanbení se možná tak budou cítit i akademici, profesori ekonomie, jejichž vlastní výklad budí ve studentech dojem, že spory o pojetí měnové politiky jsou pouhým akademickým cvičením, přičemž realitu života v učebnicích hledat nejde a kvůli čistotě učebnicových modelů by to snad ani nebylo vhodné. Nepochybuji o tom, že Karpišova kniha ve studentech ekonomie a zájemcích o pochopení spleťtých měnových i fiskálních aspektů hospodářské politiky vyvolá hluboký zájem o problémy makroekonomické politiky, o porozumění sporům o roli státu v ekonomice a pomůže jim též – lépe než naprostá většina učebnic – pochopit příčiny a důsledky vládních politik. Navíc, na rozdíl od učebnic, se ke knize *Zlé peniaze* budou čtenáři vracet a s jejími argumenty konfrontovat nejprve své vlastní předsudky a následně své přátele, učitele, politiky nebo centrální bankéře. A ti určitě zažijí perné chvílky, aby dokázali smysluplně odpovědět.

Juraj Karpiš se nás ze všech sil snaží zbavit mylné víry v to, že lze moudře politicky manipulovat složitými společenskými systémy v náš prospěch. Ředění kupní síly peněz (dnešní měnová politika), žití na dluh (dnešní fiskální politika) a zrychlující se politická centralizace (dnešní politika prohlubování evropského sjednocování) jsou procesy nebezpečné, protože vedou ke koncentraci moci a hlubokým hospodářským problémům. Politický romantismus – velmi příjemný, leč mylný – nás vede k nedocenění gigantického selhání státu, na nějž Juraj Karpiš upozorňuje a které na stovkách stran svého textu odhaluje. Státní politiky, jež tak přitažlivě vypadají na papíře, opakovaně a systematicky škodí, ničí bohatství obyčejných lidí a odměňují politicky vlivné, vedou nejen ke konfliktům uvnitř společnosti, ale i ke krvavým válkám. Co by tedy měli lidé ve službách státu pro společnost dělat? Nelze než souhlasit s Jurajem Karpišem a jeho minimalistickým požadavkem: Především neškodit!

~ prof. Josef Šíma

rektor vysoké školy CEVRO Institut

září 2015



## Návod na použitie

V rukách nadržíte román. Skôr ide o mozaiku krízových tém. Krízovú učebnicu. V knihe síce chýba dejová línia, no existuje postupnosť, preto bude najlepšie tradičné čítanie od začiatku do konca. Môžete ju však pokojne začať čítať tam, kde sa vám otvorila pri páde z nočného stolíka. Alebo ju možno použiť ako lexikón krízových tém a príslušnú kapitolu nalistovať podľa toho, čo sa akurát z krízy prepiera v médiách. Technickejšie kapitoly pre náročnejších čitateľov, bohaté na detaily k danej téme, sú označené piktoqramom sovičky. Dajú sa preskočiť bez obavy, že by čitateľovi ušla pointa kapitoly. Množstvo postrehov a príbehov zo života finančnej, hospodárskej a dlhovej krízy sa mi postupne zoskupilo do siedmich samostatných dielov. Prvý diel popisuje, ako sa začala kríza v Amerike, druhý, kto za to môže. Nasleduje prehľad, čo všetko sa proti kríze spravilo a komu to pomohlo. O vzniku eura a o tom, ako táto mena prispela ku kríze v Európe, píšem vo štvrtom diele. V piatom som roztavil olovo, vyleštil sklenené gule a dopil tureckú kávu, aby som sa mohol pozrieť do budúcnosti, ako to dopadne. Čo sa po kríze malo a stále môže spraviť a ako opraviť zlé peniaze tak, aby sme na ne nedoplácali, navrhujem v šiestom diele. Posledný, siedmy diel, hľadá odpovede na otázku „A čo ja s tým?“ Píšem v ňom, ako kríza a fungovanie zlých peňazí ovplyvňujú moje rozhodnutia.

Nič proti papieru, no v časoch široko dostupného internetu by bola škoda nevyužiť nové možnosti, ktoré toto médium ponúka. Kniha má preto aj svoje internetové alter ego [www.zlepeniaze.eu](http://www.zlepeniaze.eu), kde možno nájsť živé linky na citované zdroje. Nájdete v nej podľa kapitol zoradené grafy, tabuľky a množstvo aktuálnych údajov k téme. Táto stránka môže poslúžiť ako pomôcka pri vzdelávaní odborníkov, investorov, no i zainteresovaných laikov.



*Časti označené týmto piktoqramom obsahujú technické detaily pre náročného čitateľa. Môžete ich preskočiť bez toho, aby vám ušla pointa kapitoly.*

## Varovanie

Nie som finančný poradca. V tejto knihe píšem svoje názory, nie investičné odporúčania. Berte to ako príspevok do spoločenskovednej diskusie, ekonomické vzdelávanie či zábavu. Nikto nevie predpovedať budúcnosť, ani ja. Je to váš život, vaše zdravie, váš majetok a peniaze. Myslite sami za seba, všetko spochybňujte. Neverte ani mne. „Rozumiem“ je iba výhovorka unavenej mysle, ktorá si spočinutím na jednom mieste chce na chvíľu oddýchnuť od nekonečného bádania. Spravte si domáce úlohy a sami sa rozhodnite. To, že máte v niečom pravdu, automaticky negarantuje, že budete úspešne investovať. Tak ako nebudem mať podiel na ziskoch, nenesiem zodpovednosť ani za prípadné straty.

V knihe používam množstvo ideí a teórií. Ak si pamätám, odkiaľ ich mám, a považujem to za dôležité, snažím sa zdroj uviesť. Poznámky s citovanými zdrojmi, doplnujúcimi informáciami a s literatúrou sa nachádzajú na konci knihy, aby nerušili. Napriek môjmu presvedčeniu, že niektoré koncepty sú nové a moje, nenárokujem si originalitu na nič, čo v tejto knihe nájdete. Po svete chodilo dokopy viac ako 100 miliárd ľudí. S podobnými mozgami, ktoré pracujú s podobnými vstupmi, ktoré spracúvajú na podobných princípoch. Tvrdiť, že nikomu z nich nenapadlo niečo, čo si myslím ja, mi príde absurdné. Neviem, kto všetko ma počas života ovplyvnil a či tá alebo oná myšlienka je skutočne „moja“.





## Dajte pokoj s krízou

Jedno studené jesenné ráno som kráčal po vedľajšej uličke do práce. Blízko kostola, kde sídli cirkvi, a teda aj ľudia, z ktorých mnohí považujú pomoc za profesionálnu povinnosť, bola ulica až na jedného pána ľudoprázdna. Bol pomerne slušne oblečený, v stredných rokoch, s veľkou igelitkou a s ešte väčším bruchom. Postával pri jednej z brán a usilovne stláčal zvonček. „...Ale, farárko, pomôžte, šak viete, kríza a tak...“ začul som útržok marketingovej reči profesionálneho pytača.

Roky po vypuknutí finančnej krízy ekonomická kríza stále žije. Kríza, ktorá mala podľa optimistických expertov trvať pár mesiacov, podľa pesimistov prinajhoršom rok či dva, má osem rokov. Pripomína tak sovietskych vojakov, ktorí, keď už raz prišli, nie a nie odísť. Záznamy panikáriacich investorov či fotky vydesených tvárí politikov, ktoré sa mesiace vo vlnách valili z médií, sa nadhlo vtlačili do kolektívneho povedomia.

Ľudia sú z krízy už unavení a politici nás mnoho rokov presviedčajú o jej konci. Kríza však neexistuje len v médiami vyzametných hlavách, ako som si niekde prečítal. Kiežby tak skutočne bolo. To by postačila meditácia, guru alebo tabletky od psychiatra. Ide o depresiu, ale ekonomickú. Osem rokov po vypuknutí krízy trpí v Európe stále vysoký počet nezamestnaných napriek tomu, že ekonómovia hovoria o hospodárskom raste už od roku 2009. Podnikatelia a kapitalisti investujú len opatrne, bohatstvo preto stagnuje alebo rastie len pomaly. Medzi ekonómami obľúbený ukazovateľ, hrubý domáci produkt na hlavu, nedosiahol v niektorých vyspelých krajinách predkrízovú úroveň z roku 2007. V Európe sú krajiny, ktoré sú na tom z hľadiska hospodárskeho rastu a nezamestnanosti horšie než počas Veľkej hospodárskej krízy v 30. rokoch minulého storočia. Štátom, ktoré sa už predtým topili v dlhoch z prevádzky neudržateľných sociálnych systémov, pribudli aj straty zo záchrany súkromných finančných inštitúcií. Extrémne vysoký dlh, ku ktorému sa dopracovali, predznamenáva, že vlády nebudú schopné plniť svoje sľuby obyvateľstvu. Minulé príklady systematických bankových kríz ukazujú, že ich následky netrávajú mesiace, ale roky, ak nie desaťročia. Ekonomická budúcnosť preto nevyzerá tak ružovo ako pred krízou.

Nie, isto si netreba začať kopať hrob. Možnosť viesť spokojný a hlavne zmysluplný život nezávisí iba od toho, ako sa darí ekonomike a či a akým tempom budeme v budúcnosti bohatnúť. To by nebolo toľko alkoholikov či inak drogovo závislých, nešťastných ľudí s rozvrátenými rodinami medzi bohatými a veselých a bezstarostných ľudí v najchudobnejších krajinách. Zatváranie očí pred problémami, ktorým čelia vyspelé svetové ekonomiky, a silený optimizmus sú však rovnako nemiestne ako strašenie koncom sveta. Kríza prinajmenej na dekádu ovplyvnila najväčšie svetové ekonomiky a životy miliárd ľudí. Preto je namieste zamyslieť sa nad ekonomickými javmi, ktoré ju charakterizujú. Najlepšie by bolo, keby sa o ekonómii dnes bežní ľudia nemuseli zaujímať viac, než sa zaujímajú o antropológiu alebo

o fyziku pevných látok. Len by si viac či menej šťastne žili svoje životy a realizovali sa v práci, rodine alebo pri koníčkoch. Znamenalo by to, že všetko funguje tak, ako má, keďže ekonómia, niekedy označovaná ako ponurá veda, priťahuje pozornosť verejnosti najmä v časoch hospodárskych kríz a ekonomickej stagnácie. Záujem o prebiehajúce ekonomické javy je však dnes nevyhnutnosťou. Môže pomôcť zabrániť nepríjemným prekvapeniam. Tu nejde o efemérne teoretické diskusie akademikov v slonovinových vežiach. Neraz mylné ekonomické teórie, na základe ktorých konajú vlády, sa nás dotýkajú viac, než si myslíme. Správna ekonomická interpretácia toho, čo sa momentálne deje, a následkov zásahov politikov do diaľnia, mohla zachrániť státisíce eur cyperskému podnikateľovi či odvrátiť biedu na dôchodku nejednému Grékovi.

Kniha, ktorú držíte v rukách, má takúto ambíciu. Byť krízovou príručkou, ktorá pomôže pochopiť, ako sme sa ku kríze prepracovali. Pri jej písaní som sa snažil čo najzrozumiteľnejšie popísať aj pre laikov, čo sa v ekonomikách udialo, a preskúmať, aké zbrane sa v boji s krízou zatiaľ nasadili. Nutnou súčasťou knihy o kríze sú aj špekulácie o tom, ako to celé dopadne. Samozrejme, s ručením obmedzeným. Presné predpovede sa v spoločenských vedách robia skutočne ťažko. Nejde o fyziku, kde často stačí pokus či pozorovanie, aby všetci pochopili, kto má pravdu. V ekonomii môžu stovky rokov vedľa seba prežívať protichodné názory, ako keby vo fyzike jedna skupina tvrdila, že Zem je plochá, a iná, že Zem je guľatá.<sup>1</sup> Ekonómovia skúmajú konanie slobodne zmýšľajúcich, učiacich sa ľudí v neustále sa meniacom prostredí. Bez možnosti dostatočne kontrolovaného experimentu so súčasným zmrazením ostatných premenných. To je taký komplexný, dynamický predmet skúmania, že ekonómia musí pracovať často skôr s príbehmi ako s rovnicami. Má bližšie k filozofii než k fyzike. Niektoré príbehy na pozorovanú a subjektívne prežívanú skutočnosť sedia lepšie, iné menej. Vždy je však potrebné mať na pamäti, že pri každom vysvetlení krízy či pri predpovediach účinkov takej či onakej stimulácie ide o netestovateľné hypotézy, ktoré treba brať s dávkou zdravej skepsy. *„Kľúčom k úspechu nie je presne predpovedať budúcnosť, ale byť na ňu pripravený,”* tvrdil aténsky štátnik Perikles. Dúfam, že v tejto snahe bude kniha užitočnou pomôckou.

Predtým než začneme, musím ešte vyložiť karty na stôl. Každý má svoj obľúbený príbeh o kríze, svoju interpretáciu, ktorá jasne hovorí, kto sú dobrí a kto zlí. Rôznych interpretácií toho, čo sa vlastne v kríze stalo, je mnoho.<sup>2</sup> Niet sa čo čudovať, kríza je komplexným spoločenským javom, za ktorým je bezpochyby spolupôsobenie množstva príčin. Hlavným zloduchom v mojom príbehu sú zlé peniaze, ktoré nás štáty nútia používať. Výber vinníka a postavenie príbehu môže byť ovplyvnené okuliarmi, ktorými sa dívam na svet a ktoré sa nedajú zložiť. Gény či prostredie viedli k tomu, že zvyčajne preferujem osobnú slobodu a individuálnu zodpovednosť pred konaním z donútenia. Okrem ideologického zafarbenia je možné, že moje vnímanie reality skresľuje aj to, že problém nekrytých, nekvalitných, monopolných, štátnych, jedným slo-



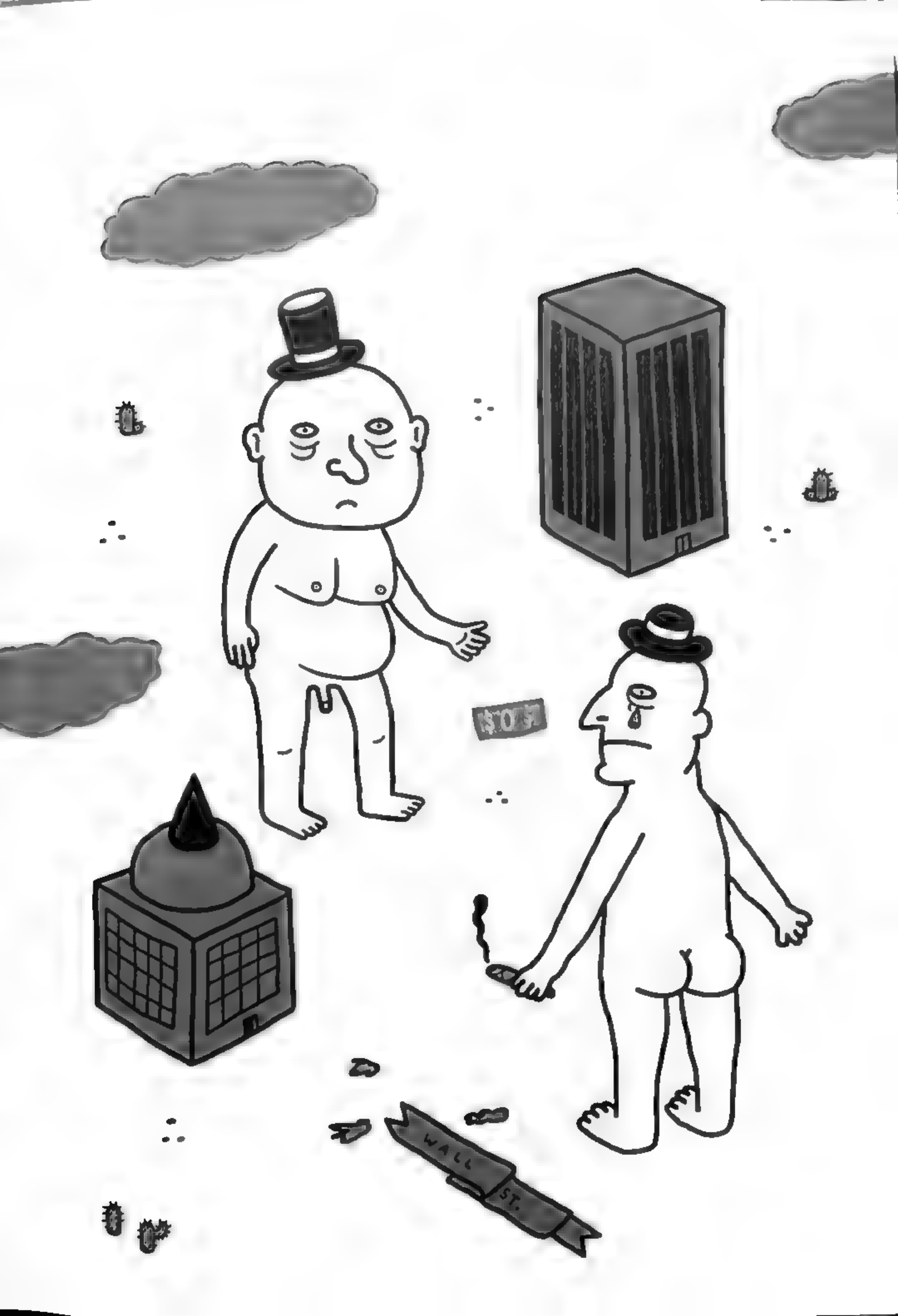
vom zlých peňazí sledujem dlhodobo a mám v ňom intelektuálne zainvestované. Už v roku 2001 som písal diplomovú prácu o tom, ako inflácia peňazí spôsobuje hospodárske cykly. Dnes som presvedčený, že práve v tom čase začala americká centrálna banka nafukovať jednu z najväčších bublín v histórii, ktorá vyvrcholila celosvetovou finančnou a hospodárskou krízou. Vtedy som ako hlavnú prevenciu kríz odporučil zrušenie centrálnej banky. Možno je to nedostatkom originality, no nič lepšie som odvtedy nevymyslel. Aj v tejto knihe je dávka neprípustného zjednodušovania, hyperbol, ignorovania či ideologického zafarbenia a tendenčnosti. No také sú spoločenské vedy, a to si treba uvedomiť pri načúvaní každej ekonomickej hypotézy.

Ekonomickou krízou žijem od jej začiatku. Považujem ju za napínavejší príbeh než nejaký klasický román. V tomto trileri hráme svoje úlohy aj my a od toho, ako sa celé dobrodružstvo skončí, závisia napríklad naše šance nájsť si uspokojivú prácu či našetriť si peniaze na dôstojný dôchodok. Kríza je zároveň obrovským jedinečným testom ekonomických teórií a neúprosne odhaľuje, ako málo stále vieme o tom, čo sme si doteraz mysleli, že vieme riadiť. Neviem, či sa mi podarí do tohto intelektuálneho dobrodružstva cez nasledujúci text vtiahnuť aj vás. Preto aspoň dúfam, že okrem použiteľných informácií zažijete aj trochu napätia. Nenaplnené ambície, obrovské finančné straty, politické intrigy a zákulisné hry, zneužitie moci a prísľuby bezprácného rozprávkového zbohatnutia, ktoré kríza priniesla, na to poskytujú dostatok príležitostí.

Prvý díl

# Finanční kolaps Made in USA





## Kráľ je nahý

### Veľké ekonomické umiernenie pred hurikanom

Prasknutie bubliny v amerických akciách na prelome tisícročí sa nakoniec skončilo iba miernou ekonomickou recesiou. Bolo to najmä pre množstvo nových peňazí, ktorými v prehnanej reakcii zaplavili štátne centrálné banky ekonomiku. Dobré sa chváli samo, preto si tento úspech a príležitosť zhodnotiť svoju prácu centrálni bankári nedali ujsť. *„Jednou z najpozoruhodnejších čŕt ekonomického prostredia posledných približne 20 rokov je zásadný pokles makroekonomickej volatility... Viacerí autori nazvali tento pozoruhodný pokles vo výkyvoch tak produktu, ako aj inflácie Veľkým umiernením... Som presvedčený, že i keď nie jedinou, ale pravdepodobne dôležitou príčinou Veľkého umiernenia sú zlepšenia v monetárnej politike,“* predostrel na stretnutí Východnej ekonomickej asociácie vo Washingtone Ben Bernanke, vtedajší člen rady guvernérov americkej centrálnej banky (Federal Reserve System – systém amerických regionálnych rezervných bánk – ďalej už len Fed)<sup>4</sup> a jej neskorší prezident.<sup>5</sup> *„Moju tézu vyzdvihujúcu úlohu lepšej monetárnej politiky som dnes prezentoval pomerne dôrazne preto, lebo si myslím, že je pravdepodobné, že toto vysvetlenie Veľkého umiernenia lepšou politikou si zaslúži v literatúre viac kreditu, ako sa mu dostalo.“* To bolo 20. februára 2004. O štyri roky neskôr finančný systém, ktorý centrálné banky regulujú, takmer skolaboval.

- Zuzka?
- Áno, Vilko?
- *Hneď po joge choď do našej banky a vyber všetky peniaze z účtov.*
- *Ty si si zase kúpil nejakú drahú známku, však?*
- *Nie, nie, som v práci, teraz nemám čas, doma ti to všetko vysvetlím.*  
*Len tam určite choď a sprav tak, ako ti vravím.*  
*Je to dôležité.*
- *Dobre, dobre, Vilko, ale sľúbil si mi, že za známky už milióny dávať nebudeme.*

Tak nejako si predstavujem telefonát Williama a Grossa s manželkou, ktorý sa odohral v septembri 2008 po bankrote americkej investičnej banky Lehman Brothers.<sup>6</sup> Táto udalosť predstavovala vo finančnej kríze mŕtnik, po ktorom sa tempo zhoršovania situácie a straty dôvery v stabilitu systému výrazne zrýchlilo. Situácia začala byť natoľko kritická, že sa William obával, že ak svoje peniaze nechá v banke, tak o ne príde. Bill pritom isto nie je precitlivený panikár, ktorý v bunkri očakáva koniec sveta s komorou plnou fazule, konzerv a nábojov. Ako zakladateľ a manažér najväčšieho dlhopisového fondu na svete PIMCO,<sup>7</sup> ktorý





spravoval 270 miliárd dolárov, bol asi jedným z najlepšie informovaných ľudí o stabilite finančného systému. Peniaze z bánk si povyberali aj ostatní vrcholoví manažéri PIMCO a pravdepodobne aj zástupy ostatných insiderov finančného sektora. Poväčšine ich zaparkovali do amerických štátnych dlhových cenných papierov ako posledného bezpečného prístavu. Súdiac podľa správania samotných manažérov z finančného frontu, bol celý svetový finančný systém v čase, keď na Slovensku finančnú krízu ľudia považovali iba za fascinujúcu, no vzdialenú zábavu vo večerných správach, pravdepodobne extrémne blízko kolapsu. Americký viceprezident Joe Biden neskôr pripustil, že pri príprave nástupu administratívy nového prezidenta Baracka Obamu koncom roka 2008 diskutovali aj o zavedení takzvaných bankových prázdnin. Počas nich by americkí politici na určitý čas zavreli všetky banky v krajine a zmrazili prostriedky na účtoch obyvateľstva dovtedy, kým sa trhy upokojia.

Došlo k nepredstaviteľnej situácii. Finančný systém najväčšej ekonomickej a vojenskej svetovej mocnosti sa takmer rozpadol. V čase historicky nevídaného ekonomického bohatstva a bez toho, aby na krajinu vojensky zaútočil nepriateľ.

Napriek tomu, že finančný systém regulovali a snažili sa ho riadiť odborníci dosadení demokraticky zvolenými politikmi. Najmúdrejšie hlavy s titulmi PhD. z najlepších ekonomických univerzít sveta, používajúce sofistikované modely a výkonné počítače. Ódy o Veľkom umiernení a o zásluhách modernej ekonomickej vedy na stabilite ekonomického prostredia získali cynický podtón.

Keď som s odstupom času čítal podobné priznania informovaných ľudí o tom, ako presúvali svoje peniaze či rovno nakupovali automatické zbrane v očakávaní chaosu a občianskych nepokojov, skúšal som si predstaviť, ako by vyzeral život na Slovensku, keby svetový finančný systém koncom roku 2008 skutočne skolaboval. Bankové prázdniny v USA by vzhľadom na prepojenosť finančných systémov vyspelého sveta znamenali zatvorenie aj tunajších bánk a vyvolali by rozsiahle sanačné práce Európskej centrálnej banky (ECB). Slováci by sa bez varovania zo dňa na deň na nejaké obdobie nevedeli dostať k svojim peniazom v bankách. Išlo by o pomerne drastické prebudenie väčšiny z hlbokého omylu, že to, čo sa deje v americkom a v európskom bankovom systéme, je len zaujímavé divadlo s minimálnymi dosahmi na naše životy. Bohužiaľ, kroky centrálnych bánk na druhej strane sveta či kolaps veľkej banky vo Francúzsku sa cez zlé papierové peniaze a prepletený finančný systém dotýka každého z nás. Preto je lepšie rozumieť tomu, ako finančný systém funguje, sledovať varovné signály a adekvátne konať. V správach, vyhláseniach centrálnej banky či na tlačovkách politikov výzvu na vybratie peňazí z bánk nečakajte.

### **Krízu nespôsobil krach Lehman Brothers**

Tak ako si mnohí ľudia jasne pamätajú, kde boli a čo robili v momente, keď si ich našla správa o teroristickom útoku na dvojčiky, ja si pamätám, kedy som si prvýkrát naplno uvedomil, že nejde iba o prechodné napätie na finančných trhoch, ale o plnokrvný kolaps finančného systému. Po tréningu v Červenom mori na pretekoch v nádychovom potápaní v Egypte som sa vrátil k počítaču skontrolovať maaily a správy zo sveta. Prevzatie dvoch gigantických hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac, ktoré garantovali väčšinu hypotekárneho dlhu na americkom trhu štátom, bolo jasným signálom o panike amerických politikov a ich úradníkov v centrálnej banke. Na chvíľu som prestal myslieť na hlboké prehry a víťazstvá a v africkej hotelovej izbe mi došlo, že vyše roka trvajúca séria čoraz horších správ z finančného sektora sa skončí niečím veľkým. Neplánované, zúfalé ťahy regulátora hovorili, že stráca schopnosť ďalej držať potemkinovské kulisy solventnosti finančného systému. To bolo týždeň pred pádom investičnej banky Lehman Brothers.

Neochota štátu zachrániť túto investičnú banku vraj naštartovala rúcanie finančného systému a spôsobila všetky následné škody. Ide o pomýlenú interpretáciu, ktorá sa snaží odviesť pozornosť od hlbších problémov finančného systému,



ktoré kulminovali tým, čo nazývame finančnou krízou. Panika nebola príčinou, ale prejavom nesolventnosti štátom regulovaného sektora. Zmena histórie jej alternatívnym prerozpráváním bola nakoniec úspešná. Dnes už len málo ľudí vie, že kríza sa začala dávno pred pádom banky Lehman Brothers.

Napätie na trhu hypotekárnych cenných papierov bolo cítiť už začiatkom roka 2007. Vo februári hypotekárna agentúra Freddie Mac oznámila, že prestane nakupovať vysokorizikové, tzv. subprime hypotéky a na ne nadviazané cenné papiere. Už v apríli najväčší obchodník s hypotékami New Century Financial Corporation, špecializujúci sa práve na segment rizikových hypoték, vstúpil do bankrotu. Hypotekárny investičný fond banky Bear Stearns, ktorý peniaze klientov investoval do cenných papierov previazaných na americké hypotéky,<sup>8</sup> zastavil vyplácanie investorov v júni 2007.

Stagnácia a následný pokles cien amerických nehnuteľností viedol najprv k obavám o splácanie najrizikovejších hypotekárnych cenných papierov. Z trhu vymizli kupujúci, ktorí by do nich chceli investovať, a chýbajúca likvidita sa premietla do poklesu ich cien. Stali sa z nich toxické aktíva. Keďže americké hypotekárne cenné papiere boli roztrúsené po súvahách finančných inštitúcií a investičných fondov po celom svete, straty sa šírili ako mor. Štátne centrálné banky ako hlavný dozorca nad finančným sektorom so znepokojením sledovali, ako sa vytráca dobrá nálada finančníkov, ako si banky navzájom prestávajú dôverovať, nevediac, kto drží koľko z celkového objemu z hypotekárneho toxického odpadu novovzniknutých strát.

K prvej veľkej koordinovanej intervencii najdôležitejších svetových centrálnych bánk na záchranu finančného systému došlo v lete 2007.<sup>9</sup> Neštandardná reakcia štátov na zhoršujúce sa finančné prostredie je míľnik, ktorý môžeme považovať za začiatok krízy. V auguste donútil náhly nedostatok zdrojov na finančných trhoch najväčšiu francúzsku banku BNP Paribas zmraziť aktivitu troch jej investičných fondov, ktoré nakupovali cenné papiere kryté americkými hypotékami. V reakcii na túto udalosť prudko narástli úroky na európskom medzibankovom trhu, kde si finančné inštitúcie medzi sebou požičiavajú peniaze na krátkodobé refinancovanie. Takýto vývoj na medzibankovom trhu znepokojil vtedy práve dovolenkujúceho šéfa Európskej centrálnej banky Jeana-Claudea Tricheta, ktorý telefonicky situáciu konzultoval so šéfmi americkej a britskej centrálnej banky. ECB zareagovala vytlačením peňazí, ktoré pustila do obehu v podobe lacných úverov európskym komerčným bankám v objeme takmer 95 miliárd eur, a týmto výstrelom oznámila oficiálny začiatok krízy.

Že s dobrou ekonomickou náladou pred krízou nie je niečo v poriadku, cítili aj niektorí centrálni bankári. ECB mala zlé tušenia už v decembri 2005. Správne sa jej nepozdávali následky dramatického zníženia úrokov po roku 2000 a kládla si otázku, či po niekoľkých rokoch záplavy nových peňazí z centrálnych bánk nebude finančný sektor natoľko ohlúpnutý a bezstarostný, že ho nasledujúce postupné zvyšovanie úrokov položí. Tento zlý scenár pre banky vo svojej pravidelnej správe

o stabilite finančného sektora, v súlade s povinným profesionálnym optimizmom centrálnych bánk, ECB nakoniec odmietla ako nepravdepodobný. Pochybnosti však v texte správy zostali zakódované: „Celkovo kapacita absorbovať šoky rastie, no rastú aj riziká. Zraniteľnosť a výhľadovo stabilita finančného systému aj naďalej spočívajú v krehkej rovnováhe.“<sup>10</sup>

## Bear Stearns áno, Lehman Brothers nie - prelietavá láska štátneho záchranára

Ani takmer stovka miliárd eur, čo je štvornásobok ročných verejných výdavkov Slovenska, európskym bankám nezastavila rozbíhajúcu sa krízu. V priebehu roku 2007 sa situácia zhoršovala. Straty, vyplývajúce z klesajúcich cien domov v Amerike a na ne nadviazaných hypotekárnych cenných papierov, priviedli na pokraj bankrotu mnoho ďalších finančných inštitúcií. Napätie na peňažnom trhu, kde sa požičiavajú krátkodobé zdroje, rástlo. Na trhu s aktívami krytých zmeniek, ktorými sa firmy krátkodobo refinancujú, sa začala objavovať panika. Ku koncu roka 2007 nebola takmer polovica spoločností emitujúcich takéto zmenky schopná ich ďalej umiestňovať na trhu napriek tomu, že ich k múru tlačila splatnosť viac ako desiatich percent ich existujúcich dlhových cenných papierov.

Napriek mnohým koordinovaným krokom centrálnych bánk, v rámci ktorých sa do finančného systému dostávali stále ďalšie a ďalšie novovytvorené peniaze, sa panika na peňažnom trhu stupňovala. V marci 2008 došlo k prvému kolapsu jednej z najväčších amerických investičných bánk Bear Stearns. Táto banka sa okrem iného venovala obchodovaniu práve s cennými papiermi krytými hypotékami, pričom sa podieľala aj na ich produkcii. V rámci finančnej krízy išlo o prvú celosvetovo dôležitú finančnú inštitúciu, ktorá padla. Keďže išlo o investičnú banku, neboli priamo ohrozené vklady obyvateľstva. Napriek tomu sa americká centrálna banka Fed rozhodla nesolventnú investičnú banku nepustiť do riadnej likvidácie. Na základe využitia odseku zákona o fungovaní Federálneho rezervného systému o nezvyčajných a naliehavých prípadoch – napísaného a naposledy použitého vo Veľkej hospodárskej kríze – vstúpila do deja.<sup>11</sup> Likvidáciu chcel Fed odvrátiť preklenovacím úverom, no nakoniec tento úver poskytol priamo narýchlo nájdenému kupcovi. Pôžičku 30 miliárd dolárov, zaručenú iba aktívami samotnej Bear Stearns, poskytol Fed ženíchovi z donútenia, ďalšej investičnej banke JP Morgan Chase. Tá by mala v prípade likvidácie Bear Stearns sama obrovské problémy s prežitím, preto skôr ako o investičné vzplanutie a snahu kúpiť zaujímavé lacné aktívum išlo o pragmatický ťah pod tlakom regulátora. JP Morgan Chase 16. marca 2008 zaplatila za Bear Stearns 2 doláre za akciu. Ich cena sa ešte začiatkom roka 2007 pohybovala na 172 dolároch. Aby kupujúci upokojil búriacich sa akcionárov Bear Stearns, ktorí hrozili súdnymi spormi spochybňujúcimi Fedom manažovanú transakciu, a aby



zabránil odchodu zamestnancov, ktorých odmeny tvorili práve akcie spoločnosti, o týždeň neskôr doplatil kúpnu cenu do výšky 10 dolárov za akciu.

Záchrana obrovskej súkromnej finančnej inštitúcie, teda najmä jej veriteľov, ktorými boli ostatné investičné banky a peňažné fondy, naplno odkryla zdesenie regulátora a trhu signalizovala odhodlanie použiť peniaze daňových poplatníkov na udržanie status quo. Fed potvrdil existenciu implicitnej garancie podpory finančných inštitúcií zo strany centrálnej banky. Trhy prispôbili demonštrovanej ochote Fedu konať svoje očakávania riešení budúcich problémov ostatných finančných inštitúcií. O to väčšie bolo prekvapenie, keď sa rovnako na pokraj bankrotu dostala ďalšia veľká investičná banka, sto rokov starí Lehman Brothers, a Fed sa jej otočil chrbtom. Nečakane chladne, bez akéhokoľvek súcitu či snahy nájsť pre banku pravého partnera a ich spoločnému manželstvu pomôcť úverom. Fed tentoraz ignoroval náreky finančníkov, aký bude mať krach tejto banky zhubný vplyv na všetky ostatné finančné inštitúcie a „devastujúci účinok na malých investorov a hodnotu dôchodkových aktív“.<sup>12</sup> Peňaženka ostala v tomto prípade schovaná vo vrecku. Vtedajší prezident Fedu Ben Bernanke neskôr tvrdil, že Lehman nemal na záchranný úver z Fedu dostatočne veľký a kvalitný kolaterál, zábezpeku, ktorú banky skladajú za úver z centrálnej banky. To isté však bolo možné povedať aj o Bear Stearns. O skutočných dôvodoch, prečo Fed v tomto prípade zvolil opačný prístup ako pri inej súkromnej investičnej banke, existujú len dohady. Isté je len to, že v pondelok 15. septembra 2008 požiadala investičná banka Lehman Brothers Holdings Inc. o ochranu pred veriteľmi v rámci bankrotu. Nečakaný kolaps obrovskej banky, ktorá bola záväzkami prepletená s finančnými inštitúciami po celom svete, a des jej veriteľov, ktorých čakali straty, viedli k najintenzívnejšiemu obdobiu napätia a straty dôvery v rámci finančnej krízy. Ilúzie o solventnosti finančných inštitúcií sa rozplynuli. Investori pochopili, že finanční králi z Wall Street sú nahí. Vypukla panika.

### Banky bežia na banky

Za starých čias, napríklad v roku 1893 alebo 1907, panika vo finančnom sektore znamenala beh vkladateľov do bánk. Ľudia leteli do pobočiek, aby si z účtov vybrali peniaze. Tí, ktorí boli prví, našli banku ešte otvorenú. Mali tak aspoň nejakú šancu dostať sa k svojim peniazom na účte. Tí pomalší odišli naprázdno. Na rozdiel od historických finančných kríz bola posledná americká finančná kríza charakteristická panikou ani nie tak obyvateľstva, ktorého bankové vklady boli z veľkej časti garantované štátom, ale samotných finančných inštitúcií. Nie malí klienti, ale inštitucionálni veritelia a samotné finančné inštitúcie si bežali vybrať svoje peniaze z iných finančných inštitúcií.

Treba však rozlišovať. Nie sú banky ako banky. Vo finančnej kríze neboli problémom malé lokálne banky, ktoré podnikajú v štandardnom bankovom biznise poskytovania úverov firmám či domácnostiam. Tie boli relatívne zdravé a ich existujúce kapitálové rezervy stačili na pokrytie strát spojených s exotickjšími aktívami, ktoré v celosvetovom investičnom ošiali nakúpili. Do problémov sa dostali gigantické finančné domy špekulujúce s komplexnými finančnými produktmi. Najmä investičné banky, ktoré sa nefinancujú tak ako obyčajné komerčné banky vkladmi bežného obyvateľstva, ale zdroje získavajú na peňažnom trhu buď od iných bánk, alebo peňažných fondov a samy fungujú ako dileri a banky pre ostatné finančné inštitúcie. Investičné banky takmer zahynuli mečom, ktorý samy pomáhali kuť. Práve ony prišli so sekuritizáciou hypoték, teda transformáciou klasického úverového vzťahu medzi bankou a hypotekárnym veriteľom na štandardizovaný cenný papier. S ním bolo možné obchodovať po celom svete a postaviť na ňom rad iných komplexných investičných nástrojov. Investičné banky okrem manažmentu celého procesu sekuritizácie a následnej distribúcie držali časť tejto produkcie v sklade. A práve strata aj z tohto malého zlomku celkového toxického odpadu, ktorý vyprodukovali a nestihli predáť klientom, ich dostala na pokraj bankrotu. Dlhoročnému výrobcovi výbušnín tak jedna nakoniec vybuchla v rukách.

V priebehu krízy si finančné inštitúcie dôverovali čím ďalej, tým menej. Nikto nevedel presne, koľko bude mať ktorá banka strát z držania nelikvidného hypotekárneho toxického odpadu. Hráči na trhu preto nechceli riskovať, ohroziť vlastnú likviditu a solventnosť tým, že pôžičkou utopia peniaze v ďalšej Lehman Brothers. Veľké finančné inštitúcie si prestali navzájom požičiavať krátke prebytočné zdroje a kohútiky likvidity privreli aj ostatné vystrašené nebankové inštitúcie ako peňažné fondy, štáty, mestá, penzijné fondy, poisťovne a investori. Banky bežali na banky. Kým pri klasickom behu do banky vyhrával prvý pri okienku, pri novodobom medzibankovom behu vyhrávala inštitúcia, ktorá ako prvá úspešne zrušila svoje krátkodobé pôžičky a refinančné obchody s cennými papiermi s inštitúciami, ktorým hrozil krach.

**Až keď vyschne repo prameň, zistíte, kto si nepostavil vlastnú studňu**

Problémom finančného systému je, že banky sú v podstate fabriky na transformáciu lehôt splatnosti.<sup>13</sup> To znamená, že si požičiavajú s krátkou splatnosťou od vkladateľov alebo na medzibankovom trhu a z týchto peňazí financujú dlhodobé úvery alebo iné investície. Robia presný opak toho, čo sa učí na hodinách obozretného finančného manažmentu. Z nesúladu splatnosti aktív a pasív vyplýva ich zraniteľnosť v podobe závislosti od neustáleho prístupu ku krátkodobým zdro-



jom. Ak ho stratia, stratia aj schopnosť prefinancovať okamžite splatné záväzky. To znamená, že sa nemusia dožiť čias, keď sa im vrátia poskytnuté úvery, keďže medzičasom uhynú na problémy s likviditou. Poistkou proti tomuto scenáru môžu byť rýchle predaje iných aktív, ktoré prinesú potrebnú likviditu. Tie však zvyčajne fungujú iba v dobrých časoch. Keď je zle, chcú predávať všetci naraz. Nútené hromadné výpredaje v boji o prežitie vedú k prepadu cien a k veľkým stratám oproti nákupným cenám predávaných aktív.

Krátkodobé pôžičky iných bánk alebo finančných inštitúcií sú kľúčovou zložkou financovania mnohých, najmä investičných bánk, ktoré nemajú tradičné vklady od domácností a od podnikateľov. No tomuto krátkodobému takzvanému inštitucionálnemu financovaniu sa nebránia ani tradičné komerčné banky. Touto cestou zvyšujú svoju kapacitu nakupovať aktíva alebo poskytovať úvery nad svoju aktuálnu schopnosť pritiahnuť od ľudí klasické bankové vklady. Snaha o zisk v prostredí nízkych úrokov a ľahká dostupnosť lacných krátkodobých úverov podporovaných centrálnymi bankami viedli k tomu, že nielen investičné, ale aj tradičné retailové banky sa stali až príliš závislými od krátkodobého financovania. Mnohých prekvapí, že tie európske ešte vo väčšej miere než americké. Napríklad britská hypotekárna banka Northern Rock krátko pred svojím kolapsom a následnou sanáciou z peňazí daňových poplatníkov až 75% svojich zdrojov získavala práve z krátkodobého inštitucionálneho financovania.

Problémy amerického peňažného trhu tak negatívne zasiahli aj finančné inštitúcie mimo USA. Náhly nedostatok dolárov znemožňoval európskym, ale napríklad aj kórejským bankám obnoviť krátkodobé úvery, ktorými financovali svoje dlhodobé dolárové aktíva. Šok zažili aj devízové trhy. Americký dolár sa vďaka svojmu postaveniu svetovej rezervnej meny po celom svete využíval ako preferovaná mena pri krížovom menovom financovaní. Tento problém sa snažila riešiť dohoda medzi piatimi hlavnými svetovými centrálnymi bankami. Tie ohlásili koordinovaný postup a dohodu s americkým Fedom o poskytnutí dolárovej likvidity ostatným centrálnym bankám prostredníctvom dolárových swapov ešte v decembri 2007. No k najväčšiemu čerpaniu amerických dolárov pomocou týchto programov došlo práve koncom roka 2008, po kolapse Lehman Brothers. V tom čase iba ECB v rámci týchto programov čerpala od Fedu viac než 300 miliárd dolárov.

## Repo

*Krátkodobé inštitucionálne financovanie prebieha najmä vo forme repo (skratka z Repurchase Agreement) obchodov. Sú to krátkodobé, mnohokrát iba jednu noc trvajúce pôžičky zaručené cennými papiermi. Ide o predaj cenných papierov s dohodou o ich spätnom odkúpení. Predávajúci cenné papiere je dlžníkom, ktorý potrebuje fi-*

nancovanie, kupujúci zas poskytuje úver. Rozdiel medzi kúpnou a predajnou cenou cenných papierov predstavuje úrok, ktorý repo kupujúci získava. Cenné papiere predstavujú pre veriteľa kolaterál, ktorý možno okamžite predat<sup>14</sup> v prípade neschopnosti dlžníka vrátiť peniaze.

Americké investičné banky používali pri refinančných repo obchodoch vo veľkej miere práve hypotekárne cenné papiere. Prasknutie bubliny na trhu nehnuteľností, rýchly pokles cien domov a rastúca miera nesplácania hypoték spravili z mesiaca na mesiac z dovtedy žiadaných cenných papierov produkt, ktorého sa nikto nechcel dotknúť. Ich nízke ceny mali zaujímavý dosah na trh. Finančné inštitúcie odmietali predávať hypotekárne cenné papiere, keďže realizovaná strata by ohrozila ich solventnosť. Teda nie tú reálnu, pretože tá už bola dávno preč, ale dôležitejšiu formálnu solventnosť, ktorá sa na papieri vykazuje štátnemu regulátorovi nie podľa trhových, ale podľa účtovných cien. Od nej závisí ľahkosť prístupu banky k neobmedzeným zdrojom veriteľa poslednej inštancie. Protistrany prestali akceptovať hypotekárne cenné papiere pri repo obchodoch alebo výrazne zvýšili ich „haircut“, čiže zľavu, s ktorou boli ochotné cenný papier dočasne nakúpiť. Priemerné haircuty na rôzne druhy kolaterálu v repo obchodoch začali rásť už v septembri 2007, keď sa z nuly dopracovali až na 15% začiatkom roka 2008. V lete a na jeseň roku 2008 sa potom zvýšili až na polehmanovských 45%. Znamenalo to, že kým začiatkom roku 2007 si investičná banka ešte na dlhopisy vo svojom portfóliu vedela na medzibankovom trhu požičať 100 dolárov krátkych peňazí, o dva roky neskôr to bolo už len 55.

---

Nestálosť a variabilita prístupu ku zdrojom na medzibankovom trhu je zásadným rizikom pri spoliehaní sa na krátkodobé zdroje. Na rozdiel od klasických vkladov obyvateľstva, ktoré vďaka existujúcim štátnym poistným schémam dnes ľudia subjektívne vnímajú ako bezrizikové, krátkodobé inštitucionálne pôžičky pri vzniku obáv zo zdravia finančných inštitúcií veľmi rýchlo vysychajú. Štátne schémy poistenia vkladov ručia za vklady vo všetkých bankách rovnako bez ohľadu na ich individuálnu rizikovosť, preto nedochádza k hromadným výberom peňazí z jednotlivých bánk či k ich presunom do iných inštitúcií. Ak sa vytratia inštitucionálni investori, pre mnohé finančné inštitúcie to znamená, že sa stanú totálne závislé od likvidity od veriteľa poslednej inštancie – centrálnej banky. Presne to sa stalo po bankrote Lehman Brothers, keď do 48 hodín vyschol repo trh.



## Beh na peňažné fondy

Po páde Lehman Brothers nebežali len banky na iné banky, ale hromadné výbery vkladov zažili aj peňažné fondy. Tie sú spolu s investičnými bankami či repo obchodmi súčasťou tzv. tieňového bankového systému.<sup>15</sup> Ten poskytuje služby, ktoré sú veľmi podobné službám klasických bánk – spravujú vklady, z ktorých poskytujú pôžičky. Vklady však nie sú poistené v štátnej schéme a tieňové banky priamo nepodliehajú bankovej regulácii ani nemajú prístup k nekonečným zdrojom veriteľa poslednej inštancie – centrálnej banky.

Peňažné fondy sú v USA dôležitým hráčom na trhu s krátkodobými finančnými prostriedkami. Mnoho ľudí a firiem si do nich ukladá krátkodobé voľné zdroje výmenou za mierne zhodnotenie, ktoré je však výrazne vyššie než úrok na bežnom účte v banke. Vklady v týchto fondoch sú veľmi podobné vkladom v bankách nielen vnímanou bezpečnosťou, ale sú rovnako splatné na požiadanie a v USA sa dokonca dajú na ne vypisovať šeky, teda sa dá nimi platiť. Z hľadiska peňažnej funkcie sú preto ekonomicky neodlíšiteľné od vkladov v banke a tvoria súčasť peňažnej zásoby. Peňažné fondy majú tak de facto možnosť vytvárať peniaze bez toho, že by podliehali regulácii Fedu. Vložené peniaze investujú do štátnych pokladničných poukázok alebo do súkromných krátkych dlhových cenných papierov.

Peňažné fondy boli pred krízou dôležitým zdrojom likvidity pre banky a iné finančné inštitúcie nakupovaním ich krátkodobých cenných papierov. Význam tieňových „pseudo-bánk“ začal rýchlo rásť začiatkom 80. rokov dereguláciou finančného sektora. Množstvo finančných inovácií viedlo k rastu podielu populácie, ktorá svoje peniaze investovala na trhu finančných aktív. Vďaka presvedčeniu ľudí o bezpečnosti takto uložených peňazí v kombinácii s ich vyšším zhodnotením, než ponúkali klasické banky, sa tento sektor nafukoval. Aktíva, ktoré držal americký tieňový bankový systém, postupne narástli na viac než trojnásobok aktív amerických komerčných bánk. V roku 2009 americké peňažné fondy spravovali spolu viac než 3 600 miliárd dolárov podielnikov.<sup>16</sup> Na porovnanie je to približne o 400 miliárd viac, než koľko nových peňazí Fed vytvoril v rámci prvých troch kôl kvantitatívneho uvoľňovania.

Vzhľadom na krátkodobý charakter investícií peňažných fondov a vysoký investičný rating inštitúcií, ktorých cenné papiere nakupujú napr. banky alebo americký štát, bolo až do krízy nemysliteľné, aby sa podielnikom niekedy nevrátil celý vklad, ktorý fondu poskytl. V histórii amerických fondov sa vyskytlo len niekoľko takýchto prípadov, pričom išlo o izolované výnimky. Vklady v peňažných fondoch boli považované za rovnako bezpečné ako vklady v bankách. Kríza túto vieru naštrbila. Pre fondy bol extrémne náročný už rok 2007. Krátkodobé dlhové cenné papiere, ktoré mali nakúpené, klesali na cene. V snahe vyplatiť podielnikov bez straty a zabrániť tak vzniku paniky a hromadným výberom ich museli viackrát finančne zachraňovať banky a finančné skupiny, ktoré ich prevádzkovali.<sup>17</sup> Tieto opatrenia

paradoxne zvýšili objem spravovaných prostriedkov vo fondoch. Krízou vystrašení ľudia utekajúci z rizikovejších investícií často ukladali svoje peniaze práve vo fondoch peňažného trhu. Podielníci ešte netušili, že bezrizikovosť peňažných fondov je tiež len ilúzia a že sa masovo tlačia z dažďa pod odkvap.

Koncom roku 2008 sa situácia natoľko zhoršila, že sponzori fondov už nedokázali financovať ochranu podielnikov. Po páde Lehman Brothers jeden z veľkých peňažných fondov Reserve Primary Fund ako prvý „zlomil dolár“. Stratil toľko peňazí, že vkladateľom nevedel vyplatiť celú istinu. Čistá hodnota aktív pripadajúca na jeho jednu akciu klesla pod štandardný jeden dolár. Ceny jeho akcií klesli na 97, respektíve 91 centov za dolárový podiel.<sup>18</sup> Táto správa vyvolala hromadné zdesenie u ostatných investorov. Nasledoval prudký odlev peňazí z peňažných fondov, následkom ktorého museli tieňové banky predávať už aj tak na cene strácajúce krátkodobé dlhové cenné papiere, čím ešte viac zhoršili už aj tak zlú situáciu na trhu. V priebehu niekoľkých hodín si ľudia a inštitúcie z fondov peňažného trhu vybrali niekoľko stoviek miliárd dolárov.<sup>19</sup> Beh na peňažné fondy vydesil americkú centrálnu banku. Napriek tomu, že peňažné fondy sú súčasťou tieňového bankového systému, ktorý centrálna banka nereguluje a zároveň by mu nemala pomáhať likviditou vo funkcii veriteľa poslednej inštancie, centrálni bankári začali z rukáva ťahať garancie, sľuby a novovytvorené doláre v snahe obnoviť vieru v bezpečnosť týchto investícií. Fed argumentoval tým, že prípadný úplný kolaps peňažného trhu povedie k neschopnosti získať krátkodobé zdroje na vyplatenie miezd alebo financovanie skladových zásob aj pre nefinančné podniky vo zvyšku ekonomiky. Zmrazenie peňažných trhov však ohrozovalo najmä banky, ktoré si za niekoľko dekád bezstarostného života vytvorili závislosť práve od týchto krátkodobých zdrojov. Mýtus bezrizikovosti tieňových bánk nakoniec zachránil americký štát. Jeho centrálna banka sa rozhodla 19. septembra 2008 v plnej miere garantovať všetky vklady v peňažných fondoch. Plošná garancia plného vyplatenia podielnikov v peňažných fondoch spravila z tieňových bánk ozajstné banky so štátnym poistením vkladov, akurát bez nepríjemného regulačného šikanovania zo strany štátu. Neskôr zverejnené dokumenty ukázali, že straty, ktoré mali potenciál znížiť hodnotu dolárového podielu pod jeden dolár, malo 30 peňažných fondov. Pre ne a ich podielnikov štát za peniaze ostatných pozastavil kapitalistickú kauzalitu „ak zle investuješ, prerobíš“.



### Popretŕhané repo reťaze

Subjekty tieňového bankového systému často ako rezervy namiesto samotných peňazí držia rôzne vysokolikvidné cenné papiere. Ako takéto kvázipeniaze fungujú vo finančnom systéme štátne dlhopisy, aktívami kryté podnikové dlhopisy, ale obľúbené boli aj hypotekárne cenné papiere. Na rozdiel od hotovosti prinášali dlho-



pisy výnos a boli široko akceptované ako zábezpeka pri repo obchodoch iba s minimálnymi haircutom.<sup>20</sup> Niektoré tieto cenné papiere boli použité ako zábezpeka v reťazi hneď niekoľkých repo obchodov za sebou.<sup>21</sup> Na ten istý dlhopis sa mohli poskytnúť pôžičky v systéme v celkovej hodnote niekoľkých násobkov jeho nominálnej hodnoty. Štandardnú reťaz predstavovalo napríklad prepojenie peňažný fond – investičná banka – hedžový fond. Hedžový fond na svoje špekulácie potreboval získať zdroje. Tie poskytla investičná banka cez repo obchod, v rámci ktorého sa hedžový fond vzdal na nejaký čas dlhopisov zo svojho portfólia. Banka však nepoužila vlastné peniaze, ale zdroje peňažného fondu, ktorému za to poskytla čerstvo získané dlhopisy od hedžového fondu. Peňažný fond v tomto obchode získal cenné papiere prinášajúce výnos výmenou za hotovosť. Hedžový fond naopak likviditu výmenou za úrok. A investičná banka ako sprostredkovateľ poplatky a úrokovú maržu.

Vďaka viacnásobnému použitiu jedného dlhopisu vo viacerých repo obchodoch sa na dlhopisovom kolateráli postupne vystavala prevrátená pyramída úverov medzi subjektmi finančného sektora. Strata dôvery v hypotekárne cenné papiere a iné dlhopisy kryté aktívami, ktoré fungovali v mnohých repo obchodoch ako kolaterál, viedla k poklesu veľkej časti ich hodnoty a k následnému rozkladu pyramídy. Množstvo dovtedy existujúcich úverových kanálov, ktorými bol celý systém poprepájaný, zaniklo.

Nevídané úverové suchoty v tieňovom, ale následne aj v klasickom bankovom sektore, ktorý bol na tieto zdroje napojený, sú jednou zo základných charakteristík americkej finančnej krízy. V rámci paniky vo finančnom sektore zaniklo viac ako tritisíc miliárd dolárov hodnoty súkromných dlhopisov, ktoré fungovali ako tieňové kvázipeniaze. V snahe zabrániť úplnému kolapsu bankového systému spravila americká centrálna banka všetko preto, aby hodnotu hypotekárnych cenných papierov stabilizovala. Kľúčovými opatreniami boli ich nákupy za novovytvorené doláre, prípadne ich výmena za bezrizikové štátne dlhopisy z portfólia centrálnej banky.

Nedostatok kvalitného súkromného kolaterálu do istej miery kompenzovali štátne dlhopisy, ktoré pribudli na trhu pri financovaní obrovského deficitu americkej vlády v krízovom období. No zo šoku, ktorý prišiel s pádom Lehman Brothers, sa úverová pyramída vo finančnom sektore nespamätala ani niekoľko rokov po kríze. Ilustruje to pomer celkových záväzkov finančného systému (vklady a úvery), ktoré tvoria z prevažnej väčšiny práve tieňové banky, k ich likvidným rezervám (doláre a bezpečné štátne dlhopisy). Ten dosiahol koncom roku 2006 historické maximum, neuveriteľných 673. O päť rokov neskôr bol tento ukazovateľ na 33. Na ilustráciu rastu dôležitosti tieňového bankového systému v posledných dekádach dodajme, že ešte koncom roku 1981 mali finančné inštitúcie záväzky v objeme 36-krát väčšom, ako boli ich rezervy, v roku 1951 to bol len štvornásobok.

## Peniaze alebo život ? Koniec sveta do 24 hodín

Charakteristickou ľudskou vlastnosťou je, že zvykneme preceňovať svoj význam pre okolitý svet a zároveň podceňujeme dôležitosť externých faktorov, napríklad v podobe iných ľudí. Túto tendenciu možno pozorovať všade. Trvalo neuveriteľne dlho, kým ľudia pripustili, že Zem nie je stredom vesmíru a že Slnko sa netočí okolo nás, ale my rotujeme okolo Slnka. Mnohí ľudia sú dodnes presvedčení, že človek je niečo také významné, že sa naň nevzťahuje prísna, pragmatická evolučná logika, s ktorou tak chladno skúmame ostatné zvieratá. Poznáme to aj zo života konkrétnych ľudí. Ak sa budete pýtať vedcov na 10 najväčších problémov sveta, ľahko uhádnete podľa odpovedí ich špecializácie. Absencia nadhľadu a schopnosti pozrieť sa na veci nestranne, mimo osobnej perspektívy a záujmov, vedie k tomu, že svoj význam na chod spoločnosti a sveta výrazne prestreľujeme. Každý si jednoducho zo svojho miesta, kde sa lopotí, myslí, že práve jeho práca je najdôležitejšia. A „nenahraditeľných“ sú plné cintoríny. Pýtať sa na dôležitosť finančného sektora pre ekonomiku v jeho súčasnej podobe sa preto nikdy nemožno samotných bankárov, a to ani vtedy, keď sedia v centrálnej banke alebo na ministerstve financií. Cudzie peniaze na svoju záchranu nikdy neodmietnu.

Anglický džentlmen by povedal, že finančníci boli koncom roka 2008 znepokojení. Načo si však klásť k ústam servítky? Samozvaní riaditelia vesmíru, najbystrejší z bystrých s ostrými lakťami, ktorí brali rekordné odmeny vo výške tisíc a viacnásobku platu obyčajných ľudí, boli zrazu vydesení ako deti v základnej škole, keď pani zubárka pošle po prvú várku pacientov. Storočné finančné inštitúcie krachovali a ceny akcií, ktoré tvorili veľkú časť odmien a majetku bankárov, padali ako preferencie politika, ktorý v ošiali samolúbosti neuvážene povie niečo úprimné. Bol preto najvyšší čas presvedčiť zvyšok spoločnosti, že osud Wall Street je aj osudom nás všetkých. Že prežitie ekonomiky a vôbec modernej spoločnosti západného typu stojí a padá na bezpodmienečnej neselektívnej záchrane celého finančného sektora zo zdrojov daňových poplatníkov. V centrálnej banke by bolo také presviedčanie vykopávaním otvorených dverí. Fed už naplno otvoril svoje likviditné kanály a v rámci množstva rôznych programov poskytoval finančným inštitúciám takmer zadarmo likviditu zaručujúcu prežitie. Blamáž v podobe rozsiahlej likvidácie veľkej časti prebujneného finančného sektora, za ktorého zdravie je Fed zodpovedný, si úradníci ani nechceli začať predstavovať. Úzke spoločenské a kariérne prepojenie ľudí v centrálnej banke s ľuďmi v regulovaných bankách a ich pravidelná komunikácia zabezpečili, že o problémoch boli dobre informovaní. Panika komerčných bankárov sa empaticky stala aj ich panikou a všetky dôležité centrálné banky sveta výrazne znížili základné úrokové sadzby.

Po tom, ako Fed ponechal Lehmanov ich vlastnému osudu, sa tlak na ostatné investičné banky vystupňoval. Morgan Stanley a Goldman Sachs vystrašene pozorovali, ako rastú trhové odhady pravdepodobnosti ich bankrotu v podobe rastúcej

teny poistenia ich dlhopisov. To viedlo k núdzovému rozhodnutiu, že sa s požehnaním centralnej banky koncom septembra 2008 narýchlo transformovali na klasické bankové holdingy. Tie síce patria pod dohľad Fedu, no táto drobná nepríjemnosť bola viac než vyvážená tým, že získali prístup k likviditným programom a nekonečnému množstvu dolárov centrálnej banky, na ktoré si ako neregulovaná investičná banka nemohli siahnuť. Išlo o tragikomický úkaz. Novodobí finanční králi, miliardári z investičných bánk, symboly dravosti a moci Wall Streetu sa ako vyplašené deti pritisli na materské prsia štátu a začali sať spoločné peniaze. Neskôr túto strategickú fintu využili aj iné finančné spoločnosti, ako American Express,<sup>22</sup> CIT Group,<sup>23</sup> IB Finance Holding Company či dokonca finančná dcéra automobilky General Motors – GMAC.<sup>24</sup>

O niečo ťažšie než získanie podpory Fedu bolo presviedčanie zástupcov ľudu, aby poskytli zásteru na biliónové záchranné programy finančnému sektoru. „Ak nedáte bankám a Wall Streetu toľko peňazí, koľko si vypýtajú, bude to znamenať koniec nášho súčasného ekonomického a politického systému. Ak nič nespravíme, bude potrebné vyhlásiť stanné právo. Nastane chaos. Tí, čo hovoria, že hrozí návrat do 16. storočia, sú príliš optimistickí. Peniaze treba hneď. Do 24, 48, maximálne 72 hodín.“ Posolstvá s týmto významom hovorili šéf americkej centrálnej banky Ben Bernanke a minister financií Hank Paulson vybraným členom Kongresu na núdzových verejných stretnutiach 15. a 18. septembra 2008.<sup>25</sup>

Voleným zástupcom sa do podpisu bianko šeku pre bankárov nechcelo. O programe na úľavu od problematických aktív (TARP), v rámci ktorého sa mali zachraňovať finančné inštitúcie tým, že by toxický hypotekárny odpad predali americkým daňovým poplatníkom, rokovali kongresmani až 15 dní. Taktika na smrť vydesiť často ekonomicky negramotných členov Kongresu, ktorí mali už aj tak problémy pochopiť, čo sa vo finančnom systéme vôbec deje, nakoniec zabrala a zákon prešiel. Poplašné správy z úst úradníkov a politikov nepomohli nálade na trhoch. Ak vo finančnom systéme dovtedy ešte existovali ostrovy dôvery a pragmatizmu, show katastrofického dua Hank & Ben ich nadobro potopila. Akciové trhy nezažili svoje najdramatickejšie prepady v čase krachu Lehman Brothers, ako sú mnohí mylne presvedčení. Tesne po jeho oznámení akcie dokonca ešte mierne rástli. Až rokovania o TARPe a zmätkujúci štátni úradníci situáciu posunuli do plnohodnotnej paniky na trhoch. Namiesto toho, aby strážili peniaze daňových poplatníkov v bankovom systéme, vydierali verejnosť ich stratou a strašením koncom sveta v prípade, že ľudia nezaplatia bankárom výpalné.

Americký finančný systém zažil prvú reálnu hrozbu celkového kolapsu od Veľkej hospodárskej krízy tridsiatych rokov 20. storočia. Systémová kríza najmä tieňových bánk bola porovnateľná s americkými finančnými krízami po občianskej vojne v rokoch 1873, 1893 alebo 1907. Čo by sa stalo, keby peňaženka daňových poplatníkov ostala zavretá, a hlavne ak by Fed banky plošne nezachraňoval, sa dnes už nedozvieme. Je pravda, že o potrebe neobmedzenej záchrany finančného sektora



zo spoločnej pokladničky presviedčali politikov nielen finančníci, ale aj niektoré významné osobnosti z nefinančnej časti ekonomiky, ako napríklad známy investor Warren Buffet. Z váhy jeho agitácie za záchranu bankárov však trochu uberá fakt, že sám na tejto operácii slušne zarobil. V časech najväčšieho stresu, po páde Lehmanov koncom septembra 2008, požičal za extrémne výhodných podmienok miliardy dolárov najsilnejšej z investičných bánk Goldman Sachs.<sup>26</sup> Práve tá asi najviac profitovala z plejády záchranných opatrení centrálnej banky a amerického ministerstva financií. Najmä vďaka peniazom daňových poplatníkov si jej majitelia a zamestnanci necelý rok po tom, ako Bernanke a Paulson strašili ľudí návratom stredoveku, mohli vyplatiť najväčšie odmeny v 140-ročnej histórii firmy.<sup>27</sup>

Vo veľkej americkej finančnej kríze išlo predovšetkým o záchranu finančného sektora, a nie ekonomiky. Mnohých prekvapí zistenie, že úvery reálnej ekonomike, nefinančným spoločnostiam a spotrebiteľom rástli aj po krachu Lehman Brothers.<sup>28</sup> Je pravdepodobné, že po krachu ďalších investičných bánk, časti peňažných fondov a po prebratí do nútenej správy niektorých klasických bankových gigantov, ako sú Citibank či Bank of America, by došlo k ekonomickému otrasu. Nevieme však povedať, či by bol horší ako to, čo sa následne v skutočnosti stalo. Pokles zamestnanosti a množstvo bankrotov by mohli viesť k rýchlejšiemu ozdraveniu ekonomiky s rýchlejším rastom zamestnanosti, a hlavne k stabilnejšiemu finančnému systému. S veľkou mierou istoty možno konštatovať, že návrat do stredoveku či iná forma armagedonu spoločnosti nehrozila. Pri špekuláciách „čo by bolo, keby“ netreba zabúdať, že jedinou alternatívou plošnej a neprimerane štedrej záchrany celého finančného sektora nebol len totálny kolaps, pri ktorom by si šéf centrálnej banky vypol mobil a plakal schúlený na koberci v rohu svojej pracovne. Ignorovanou možnosťou bola selektívna garancia centrálnej banky čisto na poistené vklady a následná likvidácia nesolventných subjektov, prípadne ich predaje novým vlastníkom alebo ich vlastným veriteľom. Veľké klasické banky mohol Fed na dočasné obdobie čistenia systému zobrať do nútenej správy, a tak kontrolovať účelnosť použitia verejných zdrojov.

## Amerika klikla „pauzu“ na kapitalizme

Keď si kúpite trojizbový byt na 30-ročnú hypotéku a po presťahovaní zistíte, že sused je recidivista, a keď si opitý zabudne kľúče od spoločnej brány, tak ju zvykne otvoriť údermi oceľovej tyče, máte smolu. Podobne sa cíti farmár, keď svoju budúcoročnú úrodu pšenice predá na derivátovom trhu tesne predtým, než jej cena začne prudko rásť. Chybné rozhodnutia a s nimi súvisiaca strata, ktorá doľahne na zodpovednú osobu, sú každodennou súčasťou trhového systému. Vďaka tejto späťnej väzbe sa ekonomika dokáže neustále a rýchlo učiť, zlepšovať a dynamicky prispôbovať meniacej sa realite.

V kríze sa vybraným ekonomickým aktérom podarilo kresťaný mechanismom kapitalizmu za pomoci štátu obísť. Ich minulé zisky zostali ich ziskami, ich krízové straty boli zrazu problémom všetkých ostatných. „Opustil som princípy slobodného trhu, aby som zachránil systém slobodného trhu,“ zahlozoľoval sa americký prezident George W. Bush v roku 2008 pri príprave záchrany automobiliek z peňazí daňových poplatníkov.<sup>29</sup> No kapitalizmus bez princípov a pravidiel nie je kapitalizmom. Ochrana záujmov vlastníkov a veriteľov bánk na úkor vlastníckych práv obyvateľstva donucovacím aparátom štátu je charakteristická skôr pre národný socializmus.

## Keď nulový úrok nestačí

Kľúčom pri sledovaní práce vreckového zloděja je sústrediť sa na činnosť rúk a nedať sa zmiast pohybmí iných častí jeho tela či zvukmi, ktoré vydáva. Pri snahe o pochopenie priebehu finančnej krízy je zas potrebné sledovať to, čo robí centrálna banka, a nedať sa pomýliť rečami politikov či predstaveníamí v parlamente. Od začiatku do konca krízy bola, je a bude centrálna banka jedinou inštitúciou, ktorá má dosť zdrojov na to, aby garantovala fungovanie bánk. Americký Fed porozdával na úveroch zadarmo stovky miliárd dolárov bankárom dávno predtým, než v americkom Kongrese volení politickí predstavitelia začali debatovať o záchranných mechanizmoch.

Fed sa musel v roku 2008 obracať. Zhoršovaním situácie na finančných trhoch bolo čoraz ťažšie predstierať, že ide o dočasný lokalizovaný problém relatívne bezvýznamného sektora rizikových hypoték. Centrálna banka v snahe uľahčiť krátkodobé financovanie bánk neustále znižovala základné úrokové sadzby na trhu krátkych peňazí. Úroky sa postupne skotúľali z 5,25% v septembri 2007 až na dno v decembri 2008, odkedy si bankári bankujúci s Fedom môžu požičať zadarmo, teda za 0%. V globálnej totálnej finančnej vojne sa však znižovanie úrokov zdalo žalosťne nedostatočné. Straty na hypotekárnych cenných papieroch a na nich nadviazaných derivátoch boli pri panujúcich trhových cenách pre mnohé klasické a tieňové banky také veľké, že zožrali ich celý vlastný kapitál. Záväzky presahovali trhovú hodnotu ich aktív. Ak by trhovú cenu problémových aktív pretrvali do ich núteného predaja, mohli to rovno zavrieť. Fed pochopil, že tento problém nevyrieši lacné financovanie pre klasické bankové subjekty. Zo skrine vytiahol kostým finančného superhrdinu a s ním množstvo neštandardných programov.

Už deň po bankrote Lehman Brothers zachraňovala americká centrálna banka 85-miliardovou<sup>30</sup> úverovou linkou poisťovňu AIG, ktorá poisťovala cenné papiere nadviazané na hypotéky. Celkový objem pomoci amerického štátu tejto poisťovni vrátane peňazí z ministerstva financií a neskoršieho programu TARP dosiahol 182 miliárd dolárov (viac o úlohe tejto inštitúcie vo finančnej kríze a o detailoch jej záchrany v samostatnej kapitole). Potom predstavitelia Fedu zaplavili

finančný systém množstvom nových programov s mätúcimi skratkami ako TALF, TSLF, AMLF, PDCF, TALF.<sup>31 32</sup> Ich podstatou bola snaha centrálnej banky uľahčiť finančnému sektoru získať okamžite a lacno peniaze a pomôcť im riešiť problémy s toxickými finančnými aktívami na ich súvahách. Či už požičaním štátnych dlhopisov bankárom, aby si za ne mohli sami požičať peniaze, alebo priamo ich úverovaním, ako v prípade Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), keď finančné inštitúcie mohli získať až jeden bilión dolárov úverov z Fedu výmenou za kolaterál v podobe hypotekárnych cenných papierov, sekuritizovaných spotrebiteľských úverov alebo iných dlhopisov s AAA ratingom.<sup>33</sup> Fed vytvoril úverové programy aj pre inštitúcie, ktoré dovtedy nemohli priamo od neho čerpať peniaze, ako napríklad peňažné fondy či investičné banky, ktoré majú privilégium obchodovať priamo s Fedom (tzv. primárni dileri). Tieňovým bankám požičiaval svoje štátne dlhopisy výmenou za hypotekárne cenné papiere, aby mali čo používať v repo obchodoch.<sup>34</sup> Celkový objem zdrojov poskytnutých americkým a zahraničným finančným inštitúciám z týchto programov do polovice roka 2010 dosiahol 16 100 miliárd amerických dolárov, čiže viac než 100 percent vtedajšieho amerického HDP.

## QE – jeden, ktorý ovláda všetky ostatné

V Pánovi prsteňov ovláda jeden najmocnejší, temný a nebezpečný prsteň neviditeľnosti všetky ostatné zázračné prstene. Podobne všetky zvyšné opatrenia Fedu zatienilo kvantitatívne uvoľňovanie (Quantitative Easing – QE). Jeho prvé kolo sa okamžite stalo najväčším a najdôležitejším programom americkej centrálnej banky. Podobne ako zázračný prsteň opatrenie Fedu dalo do rúk niekoľkých osôb obrovskú moc nad životmi stoviek miliónov ľudí. Odkedy začali centrálni bankári vyspelého sveta tento nástroj používať, snažia sa ním riešiť všetky ekonomické problémy a podobne ako Glum ho nevedia odložiť. QE je ich miláčikom.

Pri novodobom americkom kvantitatívnom uvoľňovaní išlo o obdobu programu testovaného v Japonsku už v roku 2001, v rámci ktorého sa novovytvorené peniaze do systému dostávali nákupom rôznych finančných aktív. Klasický spôsob monetárnej politiky, keď americká centrálna banka púšťa do obehu nové peniaze vďaka zníženiu krátkych úrokových sadzieb, prestal pri narazení na nulové úrokové dno fungovať. Klesajúci dlh, čo v modernom systéme bankovníctva frakčných rezerv znamená zanikajúce peniaze, vyvolal strach z príchodu cenovej deflácie. Padlo rozhodnutie pristúpiť k radikálnym opatreniam. V rámci prvého kola QE z konca roku 2008<sup>35</sup> Fed nakúpil do jari 2010 cenné papiere za dvetisíc miliárd dolárov. Z toho 300 miliárd tvorili americké štátne dlhopisy a za 1 700 miliárd získal Fed hypotekárne cenné papiere a dlhopisy vládnych agentúr Freddie Mac a Fannie Mae plus.



To, že centrálna banka v snahe o monetárnu expanziu pomocou QE nenakupovala dlhopisy chemických závodov alebo Apple telefóny, ale hypotekárne cenné papiere a dlh zoštátnených hypotekárnych agentúr, nebola náhoda. Cieľom bolo zachrániť banky a očistiť ich súvahy od finančného toxického odpadu, ktorý v honbe za ziskom nakúpili. Snaha o podporu finančného sektora nepriamo, pomocou nafukovania cien na trhu nehnuteľností, bola spoločnou črtou aj ostatných programov Fedu.<sup>36</sup> Dôraz sa kládol najmä na manipuláciu cien hypotekárnych cenných papierov. Fed ich nakupoval za netrhové ceny, prípadne ich akceptoval ako zábezpeku v refinančných obchodoch. Vytváral umelý dopyt a umožnil finančníkom prehodiť tieto finančné aktíva na daňových poplatníkov za nadhodnotené ceny. Vďaka tomu nenastalo finálne zúčtovanie v podobe realizovania likvidačných strát finančných inštitúcií. Fedom garantované minimálne ceny pomohli návratu zdania solventnosti kľúčových finančných hráčov.

## Fed spasil svet

Cunami nových dolárov z centrálnej banky bolo ohromujúce. Len v priebehu posledných mesiacov roku 2008 narástla súvaha Fedu o 1 200 miliárd dolárov, čiže sa viac než zdvojnásobila. Peniaze zažehnali nielen kolaps finančného sektora, ale aj možnosť jeho zásadnej reformy, ktorá by odstránila chronickú nestabilitu.

Niektorí daňoví poplatníci chceli následne vedieť, koho konkrétne zachraňovali. Štátna centrálna banka zoznam inštitúcií, ktorým poskytla úvery zadarmo zo spoločnej pokladničky, však nemienila zverejniť bez boja. Z Fedu sa nakoniec informácie o tom, kto si koľko požičal, podarilo vytĺcť pomocou súdneho príkazu, ktorý bol výsledkom snahy spravodajskej spoločnosti Bloomberg. Do zázračného vrecka centrálnej banky medzi rokmi 2007 a 2009 načrelo v 50 000 transakciách spolu 407 rôznych privilegovaných súkromných inštitúcií.<sup>37</sup> Počas vrcholu 5. decembra 2008 čerpali úvery zadarmo finančníci v celkovom objeme až 1 200 miliárd dolárov, pričom táto suma nezahŕňa oficiálne oznámené programy pomoci bankám, ako Citigroup, Bank of America, Bear Stearns či poisťovni AIG. Nezahrňuje ani zahraničné swap programy, v rámci ktorých Fed požičiava doláre iným centrálnym bankám. Ak si to prepočítame na počet obyvateľov, je to 4 000 dolárov na každého občana USA. Celková potenciálna garancia pre finančný sektor, čo je súčet kapacít všetkých programov v prípade ich maximálneho čerpania, bola 6 800 miliárd, čo je polovica celkovej ročnej produkcie USA.

Jedným z paradoxov záchranných prác americkej centrálnej banky je, že najviac – 32 miliárd dolárov – si z otvoreného diskontného okna americkej centrálnej banky počas vrcholenia krízy v októbri 2008 požičala európska banka Dexia,<sup>38</sup> špecializujúca sa na financovanie verejného sektora a regionálnych vlád. Aj vďaka podpore od americkej centrálnej banky a kapitálo-

vým injekciám z peňazí francúzskych a belgických daňových poplatníkov<sup>39</sup> si šéf Dexie v nasledujúcich rokoch do úplného kolapsu banky v roku 2011 mohol napriek miliardovým stratám vyplácať odmeny 2 milióny eur ročne.<sup>40</sup> Na zozname príjemcov záchranných úverov nájdeme aj iné veľké európske banky. Fed tak zachraňoval aj európsky bankový systém. V prepojenom svetovom finančnom systéme sú všetky veľké komerčné banky rôznych krajín na tej istej lodi. Potopenie niektorej z nich, následné nesplácané pohľadávky, prípadne panika môžu so sebou vzhľadom na vnútornú nestabilitu systému zobrať aj ostatné.

## TARP

*„Počas vrcholiacej finančnej krízy znel každý telefonát na ministerstvo z čísla začínajúceho 212, čo je predvoľba Manhattanu, rovnako: Kupujte toxické aktíva.“*

~ Anonymný zamestnanec ministerstva financií za Bushovej administratívy<sup>41</sup>

29. septembra 2008 návrh na nákup problematických aktív od finančných inštitúcií americká Snemovňa reprezentantov odmietla. Tretieho októbra už návrh Kongresom prešiel a prezident Bush podpísal zákon na núdzovú stabilizáciu ekonomiky, ktorým vytvoril 700-miliardový Program na pomoc s problémovými aktívami – Troubled Asset Relief Program (TARP). Jeho cieľom malo byť zlepšenie úverovania súkromného sektora cez podporu bánk. Prvotný zámer, ktorý minister financií prezentoval politikom pri schvaľovaní, bol v rámci vládneho programu nakupovať problematické hypotekárne cenné papiere od bánk. Okamžite po schválení dokumentu v Kongrese sa tieto plány rýchlo pomenili a v priebehu prvých desiatich dní svojej existencie sa TARP pretransformoval na nástroj rekapitalizácie bánk a pokladničku pre akýkoľvek dotačný program, ktorý aspoň na prvý pohľad zniesol nálepku „krízový“. Banky mohli z TARP-u na požiadanie získať zdroje na zvýšenie vlastného kapitálu a riešenie svojich problémov solventnosti nákupom prioritných akcií až do výšky 250 mld. dolárov.<sup>42</sup> To sa v tom čase považovalo už za efektívnejší nástroj na záchranu bánk a na opätovné nastolenie zdania solventnosti než priamy nákup problematických aktív. Tie vykupovala už v rámci rôznych programov centrálna banka. Práve vďaka práci centrálnej banky a jej ochote pustiť do systému tisícky miliárd nových dolárov sa nakoniec z TARP-u vyčerpalo iba necelých 413 miliárd dolárov.

Dnes je jasné, že kľúčoví hráči, ktorí tlačili na jeho presadenie, teda vtedajší minister financií a bývalý šéf investičnej banky Goldman Sachs Hank Paulson a šéf Fedu Ben Bernanke, vedome zavádzali verejnosť a Kongres.<sup>43</sup> Napriek proklamovaniu cieľu poskytnúť zdroje na úverovanie reálnej ekonomiky dobre vedeli, že ide hlavne o záchranu bánk a bail-out ich veriteľov.<sup>44</sup> Ben Bernanke sa mimo záznamu niekoľkokrát vyjadril, že sa obáva o existenciu investičnej banky Goldman Sachs.

O tejto motivácii a o skutočnom celi programu svedčí aj neochota ministerstva financií zverejniť informácie o použití prostriedkov. Peniaze boli často poskytnuté nesolventným bankám, ktoré mali byť rovno zlikvidované a ktoré získané prostriedky zo strachu o prežitie nikdy nemali šancu ďalej poslať do ekonomiky v podobe úverov súkromným subjektom.

Možnosť rekapitalizácie z TARP-u nakoniec využilo 22 bánk, poisťovní či iných veľkých finančných inštitúcií a vyše 450 malých lokálnych bánk. Z programu získali spolu 205 mld. dolárov.<sup>45</sup> Prasknutím bubliny na trhu nehnuteľností sa postupne na pokraj kolapsu dostali okrem investičných aj klasické americké banky. Americký bankový gigant a najväčší celosvetový poskytovateľ finančných služieb skupina Citigroup mala nakúpené dostatočné množstvo finančného toxického odpadu na to, aby prišla o svoj nízky vlastný kapitál. Okrem úverov z centrálnej banky sa preto americká vláda rozhodla túto banku podporiť aj priamou investíciou do vlastného kapitálu a poskytnutím štátnych garancií. Americké ministerstvo financií poskytlo banke – prostredníctvom investície do preferenčných akcií a vydaním garancie na potenciálne straty z jej 306-miliardového portfólia rezidenčných a komerčných hypotekárnych cenných papierov – spolu takmer 50 miliárd dolárov od daňových poplatníkov.<sup>46 47</sup> V tom istom roku, keď americký štát zachraňoval túto inštitúciu so stratou 27,7 miliardy dolárov, dostalo až 1 038 zamestnancov Citigroup vyplatené odmeny v sume viac ako milión dolárov. Špeciálnu starostlivosť dostala aj podľa veľkosti aktív druhá najväčšia americká banka Bank of America. Tá na garanciách strát a investíciách do preferenčných akcií získala podporu vo výške 45 miliárd dolárov, 265 zamestnancov tejto inštitúcie dostalo za rok 2008 vyplatené odmeny viac ako milión dolárov.<sup>48</sup>

TARP zabránil likvidácii viacerých finančných inštitúcií. K upokojeniu situácie a zníženiu hrozby behov na banky pomohlo aj zvýšenie sumy v štátnej schéme poistených vkladov. V októbri 2008 bola zvýšená zo 100- na 250-tisíc dolárov na vkladateľa.<sup>49</sup> Prežitie bánk však ešte automaticky neznamená zlepšenie dostupnosti úverov pre súkromný sektor. Očistené inštitúcie v rukách nových majiteľov by po znárodnení so spätnou reprivatizáciou možno úverovanie rozbehli oveľa viac. Navyše mnohé banky použili pôžičky od štátu tak, že zhoršili problém, ktorý prispel k vzniku finančnej krízy. Za peniaze daňových poplatníkov nakúpili menších konkurentov,<sup>50</sup> čím zintenzívnili koncentráciu sektora a stali sa ešte väčšími. Keďže finančná inštitúcia v strachu o holé prežitie nezvykne nakupovať konkurenciu, takéto použitie zdrojov TARP ilustruje, že pomoc nebola alokovaná príliš efektívne. Rekordné odmeny zamestnancov Goldman Sachs necelý rok po tom, ako z TARP-u investičná banka získala úver 10 miliárd dolárov, túto tézu potvrdzujú. Naopak, napriek zavedeniu programu TARP zbankrotovalo vyše 460 väčšinou malých regionálnych bánk,<sup>51</sup> ktoré nepatrili medzi tie vybrané, o ktorých prežitie sa starali štátni úradníci.

Darčeky z TARP-u však nesmerovali výlučne finančníkom. Peniaze okrem bán žiadali v Kongrese aj vedúci pracovníci automobiliek Ford, General Motors



a Chrysler. Nešlo o precedens. Americkí daňoví poplatníci už v roku 1980 zachraňovali Chrysler, čo vyslalo signál manažmentom a odborárom v sektore, že ich podnikanie je verejným záujmom. General Motors odišiel nakoniec s 13,4 miliardy dolárov, Chrysler so 4 miliardami a Ford vyšiel naprázdno. Spoločnosť General Motors navyše dostala ďalší úver priamo od ministerstva financií. Aj prežitie jeho finančnej dcéry garantovali daňoví poplatníci, keď Fed umožnil jej transformáciu na bankový holding s prístupom do bezodnej pokladnice centrálnej banky.<sup>52</sup> Ministerstvo financií dokonca zriadilo program financovania pohľadávok v automobilovom priemysle pre dodávateľov do maximálneho objemu 5 miliárd dolárov.<sup>53</sup> Napriek všetkej politickej snahe sa v roku 2009 spoločnosť General Motors dostala do konkurzu a štátom riadenej reštrukturalizácie, v ktorej sa štát so 61-percentným podielom stal majoritným vlastníkom. Tento podiel následne postupne znižoval.

Okrem podpory „autíčkárov“ išli ďalšie peniaze z TARP-u aj na záchranu „systematicky dôležitých“ inštitúcií, na akú bola povýšená napríklad poisťovňa AIG. Pár desiatok miliárd putovalo aj na podporu trhu nehnuteľností, napríklad financovaním úprav splátkových kalendárov hypoték, ktoré boli pod vodou – čiže veriteľ na nich dlžil viac, ako bola cena nehnuteľnosti.

Oblúbenou interpretáciou histórie je príbeh o tom, ako TARP zachraňoval dôchodkové úspory obyčajných ľudí v podobe stabilizácie cien akcií. To je možné vďaka tomu, že z kolektívnej pamäti je vymazaný už spomínaný fakt, že americké akciové trhy sa zrútili nie po páde Lehman Brothers 15. septembra, ale až po vytvorení a následnom schválení TARP-u.<sup>54</sup> Že vydesil už aj tak nervózných investorov a plošná, veľkorysá záchrana finančného sektora nebola pre ďalšie fungovanie ekonomiky nevyhnutná, tvrdí Richard Kovacevich, vtedajší šéf jednej z najväčších amerických bánk Wells Fargo. Kovacevich sa rovnako ako niektorí iní vybraní zástupcovia finančného sektora zúčastnil na stretnutí s americkým ministrom financií, kde sa rozhodlo o konečnej podobe TARP-u.<sup>55</sup> Napriek tomu, že pomoc odmietal, úradníci donútili peniaze z TARP-u čerpať aj jeho inštitúciu. Centrálna banka chcela zabrániť tomu, aby zo zoznamu zachraňovaných bolo na prvý pohľad jasné, o záchranu koho skutočne ide, a kto dosahoval zisky na náklady daňových poplatníkov. Ani uragánu finančnej krízy sa tak vďaka ochranárskym opatreniam Fedu a ministerstva financií nepodarilo oddeliť bankárske zrno od pliev.

Je možné, že bez TARP-u by neprežili investičné banky Goldman Sachs a Morgan Stanley, a z komerčných bánk by museli súkromníkov o dodatočný kapitál pekne poprosiť giganti, ako Citigroup a Bank of America, prípadne niektorí ďalší. To však neznamená príchod stredoveku. Ak by veľké, z hľadiska fungovania systému kľúčové banky nenašli ochotných investorov v súkromnom sektore, dostali by sa pod nútenú správu štátu. Ich prevádzku a peniaze obyvateľstva na ich účtoch by garantovala nekonečná pokladnička Fedu. Po ich ozdravení a uhradení skrytých strát primárne z majetku bánk a zo zdrojov veriteľov mohli byť už ako zdravé finančné inštitúcie spätnou privatizáciou opäť vypustené na slobodu, do džungle voľného trhu.

## Zákaz predajov na krátko - nevidím zlo, nepočujem zlo

Ešte som nepočul o tom, že by sa niekto sťažoval na prudký rast cien akcií bánk alebo iných finančných inštitúcií. A to napriek tomu, že na ňom relatívne chudobnejší všetci, ktorí tieto akcie predali alebo si ich ešte nestihli kúpiť. Zato keď akcie bánk, ktoré bývajú časťou odmen ich manažmentov, v roku 2008 prudko klesali, spustil sa obrovský nárek a obviňovanie špekulantov. Tí špekulanti, ktorí na pokles cien stavili pomocou predajov akcií na krátko, slušne zarobili. V čase, keď začal o peniaze prichádzať samotný Wall Street a jeho bohaté osadenstvo, do hry na akciových trhoch zasiahol štátny rozhodca a nárekom prehrávajúceho družstva vyhovel zmenou pravidiel na obchodovanie s akciami.

### Ako zarobiť na poklese - predaje na krátko

*Ak ste presvedčení, že cena akcií nezodpovedá ich budúcim výnosom, môžete ich začať nakupovať. Ak máte pravdu a cena bude postupne rásť, zarobíte na zhodnotení investovaného kapitálu. Zaujímavým efektom tohto rozhodnutia je, ako cez zvýšenie dopytu po akciách hranične zvýšite aj ich trhovú cenu, a tým do nej zapracujete aj svoje očakávania. Váš odhad budúcnosti a hlasovanie nákupom sa už dnes odrazí v trhovej cene akcií, ktorá tak získa, v prípade, že máte pravdu, aj vďaka vám vyššiu informačnú hodnotu.*

*Naopak, ak máte pocit, že cena konkrétnej akcie je príliš vysoká a nezodpovedá budúcej ziskovosti firmy, akcie sa budete snažiť predávať, očakávajúc pokles ich ceny. Predajom, rovnako ako v predchádzajúcom prípade nákupom, cenu akcií už dnes priblížite k ich podľa vás „správnej“ výmennej hodnote. Tieto opačné prípady však nie sú celkom symetrické. Kým nakupovať akcie môže hocikto, predávať ich môže len ten, kto ich vlastní. Na trhu tak panuje nerovnováha, keď optimistické názory, týkajúce sa osudu konkrétneho podniku, môžu do ceny jeho akcií premietnuť všetci, pesimistické názory ovplyvnia cenu iba vo vzácných prípadoch, keď je nositeľ týchto názorov zároveň vlastníkom podielov.*

*Na odstránenie tejto nerovnováhy a vytvorenie možnosti zarobiť aj na negatívnych informáciách o budúcnosti pri akciách, ktoré informovaný človek nevlastní, slúži inštitút predajov na krátko.<sup>56</sup> Predaj na krátko je predajom akcie, ktorú predávajúci nevlastní, len mu ju niekto na dohodnuté obdobie požičal. Vďaka požičaniu vlastníckeho titulu môže ktokoľvek okamžite na základe svojich informácií, znalostí a presvedčenia konať a prípadne nadhodnotené finančné aktívum*

*predávať. Predajca na krátko verí, že v budúcnosti, keď bude musieť akcie vrátiť ich pôvodnému vlastníkovi, za ne zaplatí menej, ako bola suma, ktorú predajom utržil. Predaje na krátko sú potenciálne veľmi rizikový obchod. Kým pri nákupe akcií je strata kupujúceho vždy obmedzená nákupnou cenou, pri predajoch nakrátko teoreticky neexistuje limit na jeho stratu. Cena predanej akcie môže vystreliť ako raketa a skôr či neskôr príde čas, keď ju predajca musí kúpiť späť, aby ju vrátil bez ohľadu na výšku straty. Naopak, na rozdiel od klasického nákupu akcie je pri jej predaji limitovaný maximálny zisk, a to predajnou cenou. Ani pri najhoršom scenári cena akcie nemôže klesnúť pod nulu.*

---

Štátneho regulátora bankového sektora prepady na akciových a finančných trhoch trápia podobne ako samotných finančníkov. Pokles cien akcií a dlhopisov, ktoré majú banky na strane aktív, vytvára straty a znižuje ich nízky vlastný kapitál. Padajúce akciové trhy zároveň redukujú vnímané bohatstvo obyvateľstva, ktoré má v akciách v USA veľkú časť svojich dôchodkových úspor. Klesajúce akciové indexy preto znepokojujú voličov. To boli hlavné dôvody, prečo koncom roku 2008 americký regulátor akciových trhov<sup>57</sup> zakázal predaje na krátko. Nie všetkých, ale len akcií subjektov privilegovaného finančného sektora. Tento príklad nasledovala aj Európa a zákaz zaviedli napríklad v Taliansku alebo v Španielsku.

Pri zákazoch predajov na krátko nejde o inováciu, ktorá prišla s poslednou krízou. Toto ekonomicky neobhájiteľné<sup>58</sup> opatrenie je počas prepádov na akciových trhoch síce zúfalým, no obľúbeným krokom. Je to ako keby sme zďiaľky zastrelili posla, lebo tušíme zlú správu, alebo vyplí požiarne alarm v snahe zabrániť požiaru. Empaticky síce vieme pochopiť, prečo to niekto môže spraviť, no zároveň si uvedomujeme, aké je to hlúpe. Správu síce nepreberieme, no na zlej realite to nič nezmení. Naopak, chýbajúce informácie nám neumožnia promptne a racionálne konať, a tak nám chalupa môže bez alarmu vyhorieť do tla. Nepomôžu ani argumenty o stádovitom správaní špekulantov. Na upokojenie trhu a odfiltrovanie efektov paniky od reálne prichádzajúcej katastrofy už na trhoch existujú poistky. Je to napríklad automatické vypnutie obchodovania na dopredu dohodnuté obdobie v prípade, že pokles cien akcií presiahne definovanú úroveň. Po poklese o 7% sa obchodovanie na americkom trhu zastaví na 15 minút, pri poklese o 20% na celý zvyšok obchodného dňa.<sup>59</sup>

Bránenie slobodnému nakladaniu s akciami tým, že sa zakazuje ich požičiavanie a predaje, zamedzuje efektívnej tvorbe ceny a znižuje jej informačnú hodnotu. Na trhu generovaná cena slobodných protistrán informuje ostatných ekonomických aktérov o aktuálnej situácii a o predpovediach dôležitých ľudí, ktorí sú ochotní riskovať vlastné peniaze. Zákaz niektorých transakcií umelo zvyšuje



náklady, a tým zhoršuje efektivitu obchodovania. Predaje na krátko zrazu nebolo možné využívať ako nástroj na znižovanie rizika v niektorých obchodných stratégiách. Ak napríklad počas krízy niekto vlastnil poistenie rizikových dlhopisov od AIG a zároveň vedel, že AIG svoje záväzky pravdepodobne nebude schopná plniť, svoje riziko straty mohol do zákazu čiastočne manažovať predajom akcií AIG na krátko. Zisky z tohto obchodu by mu v prípade ozajstného bankrotu AIG mohli čiastočne kompenzovať straty z dôvodu nedobytných pohľadávok voči tejto firme. Zákaz predajov na krátko zároveň znížil množstvo účastníkov na trhu, a tým ich likviditu. Tento krok môže byť dokonca kontraproduktívny aj v samotnej snahe zastaviť pokles ceny. Netreba ignorovať silu signálu, keď štátny regulátor pristúpi k takémuto zúfalému kroku. Ide o dôležitú informáciu investorom, čo si myslí formálne najlepšie informovaný subjekt na trhu o zdraví a o vyhliadkach finančného sektora. Najneskôr vtedy začnú investori, ktorí doteraz akcie držali, keďže problémom pripisovali prechodný charakter, akcie hromadne predávať a cenu tak ešte väčšmi znižovať. Z uvedených dôvodov nefungoval ani zákaz predajov na krátko v USA. Pokles cien akcií finančných spoločností sa regulátorovi nepodarilo zastaviť a tie sa počas platnosti zákazu v USA prepadli takmer o tretinu. Podobne ako akcie, na ktoré sa zákaz nevzťahoval.

### Fannie Mae a Freddie Mac - výnosné podnikanie garantované štátom

Nakoniec sa ukázalo, že to trh odhadol presne. Podnikanie štátom zriadených hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac, ktoré nakupovali hypotéky a garantovali splácanie hypotekárnych cenných papierov, bolo súkromné iba v čase, keď produkovali zisky pre vlastníkov. Len čo prišli straty a hrozba bankrotu, prebral ich štát a majiteľom obrovských záväzkov sa stal daňový poplatník.

Fannie Mae<sup>60</sup> je prezývka Federálnej národnej hypotekárnej asociácie (Federal National Mortgage Association), ktorú americký Kongres vytvoril počas Veľkej hospodárskej krízy v roku 1938 *„na podporu likvidity, stability a dostupnosti na sekundárnych hypotekárnych trhoch, kde sa predávajú a nakupujú aktíva nadviazané na hypotéky“*.<sup>61</sup> Fannie bola sprivatizovaná v roku 1968. V roku 1970 jej americký Kongres vytvoril súkromnú konkurenciu v podobe ďalšej hypotekárnej agentúry Freddie Mac<sup>62</sup> – Federálnej hypotekárnej spoločnosti na úvery pre bývanie (Federal Home Loan Mortgage Corporation) s takmer identickým poslaním, ako mala Fannie. Cieľom bolo podporiť efektivitu a robustnosť sekundárneho trhu s hypotékami a k tomu malo dôjsť zhmotnením úradníckej predstavy o trhu.

Fannie a Freddie si treba prestaviť ako obrovské fabriky, ktoré po celých USA skupujú jednotlivé individuálne hypotéky poskytované bankami či hypotekárnymi agentmi. Jednotlivé hypotéky agentúry pospájajú do väčších celkov a vytvoria z nich cenné papiere kryté týmito hypotékami – hypotekárne cenné papiere.

Na ich splácanie poskytnú vlastnú garanciu. Takto novovzniknuté cenné papiere možno následne obchodovať na sekundárnom trhu. Sekuritizácia hypoték výrazne uľahčila investovanie do úverov na americké bývanie pre potenciálnych záujemcov z celého sveta. Z nelikvidných individuálnych hypoték s množstvom rizík závislých od detailov o príjmoch dlžníka či podkladovej nehnuteľnosti, do ktorých zvyčajne investujú len lokálne banky či sporiteľne, spravila sekuritizácia globálne obchodovateľný cenný papier. To zvýšilo investičný dopyt po hypotékach, čím klesli náklady na financovanie nehnuteľností pre ľudí, ktorí si chceli kúpiť nehnuteľnosť na úver.

Hypotekárne agentúry boli síce oficiálne súkromné, no spôsob ich vzniku a druh podnikania viedli k tomu, že úzko spolupracovali so štátom v jeho politike podpory bývania. V ich názvoch zostalo aj po privatizácii slovo federálna a ich manažmenty mali veľmi blízke vzťahy s politikmi. Napriek tomu, že to nikde nebolo čierne na bielom, trh predpokladal, že ich záväzky bude v prípade problémov garantovať štát. Samotné agentúry nemali najmenší dôvod presviedčať trhových hráčov o opak. Vďaka nikdy oficiálne nepotvrdenej garancii zo strany štátu mali oproti konkurencii v podobe investičných bánk či iných súkromných finančných inštitúcií sekuritizujúcich hypotéky obrovskú výhodu. Strýko Sam za chrbtom im výrazne znižoval náklady refinancovania a zvyšoval dopyt po ich produkte, ktorý bol považovaný za takmer rovnako bezpečný ako štátny dlhopis. Investori sa v ich financovaní predbiehali a Fannie i Freddie si na skupovanie hypoték požičiavali za podobne nízke úroky ako americký štát.

Po prasknutí bubliny na trhu amerických nehnuteľností sa Fannie a Freddie dostali do obrovských problémov. Splátky na mnohých hypotékach, ktoré garantovali, začali meškať. Hodnota hypotekárneho dlhu u mnohých veriteľov zrazu prevyšovala cenu nehnuteľnosti, na ktorú si úver zobrali, čo viedlo k rastu počtu zlyhaných úverov. Existujúce splatné záväzky bolo nutné uhradiť aj napriek poklesu objemu splácaných pohľadávok. Vlastný kapitál hypotekárnych agentúr sa pretrvávajúcou nerovnováhou rýchlo vyčerpal a s ním zmizla aj schopnosť získať na trhu likviditu. Fannie a Freddie stáli koncom roku 2008 pred bankrotom. Ich likvidácia by viedla k strate veľkej časti hodnoty nimi vydaných a garantovaných hypotekárnych cenných papierov. Tie boli rozptýlené nielen po americkom finančnom sektore, ale v obrovských objemoch ich držali aj dôležité finančné a nefinančné inštitúcie zo zvyšku sveta. V strachu, že pád Fannie a Freddie by viedol ku kolapsu finančného systému, americký štát v septembri 2008 nakoniec potvrdil existenciu garancie hypotekárnych agentov, obe inštitúcie prebral pod svoju správu a vydal formálnu garanciu ich záväzkov. Daňoví poplatníci tak získali privilégium uhradiť stratu Fannie Mae za rok 2008 vo výške 58,7 mld. dolárov<sup>63</sup> a stratu Freddie Mac vo výške 50,1 mld. dolárov.<sup>64</sup> Do záchrany oboch hypotekárnych agentúr spolu investovali takmer 200 miliárd dolárov.<sup>65</sup>

Prebratím kontroly nad Fannie a Freddie získala americká vláda do rúk dôležitú páku na manipuláciu finančných trhov a trhu nehnuteľností, ktorú v nasledujúcich

rokoch hojne využívala. Politici napríklad cez Obamov The Homeowner Affordability and Stability Plan<sup>66</sup> pozastavili likvidáciu nesplácaných hypoték za 75 mld. dolárov. V rámci tohto programu dostali takmer štyri milióny ľudí, ktorých Fannie a Freddie garantovaná hypotéka bola vyššia ako 80% trhovej ceny ich domu, možnosť znížiť mesačné splátky na maximálne 31% rodinného príjmu. Cestou znárodnenia Fannie a Freddie americký štát garantuje veľkú väčšinu existujúcich amerických hypotekárnych cenných papierov. Fannie a Freddie mali hypotéky spolu v objeme vyše 5 000 miliárd dolárov, čo bola pätina hodnoty všetkých amerických nehnuteľností. V krajine, ktorú mnohí považujú za výkladnú skriňu kapitalizmu, tak štát cez hypotéky priamo kontroluje najväčší nehnuteľný majetok na svete.





## Hon na čarodejnice - čo sa nestalo

To, že takmer skrachovali najväčšie banky najsilnejších ekonomík sveta a úradníci vydierali ľudí hrozbou návratu stredoveku, sa ťažko zametá pod koberec kolektívneho zabudnutia. Historicky výnimočným blahobytom učičkávaný občan vyspelého sveta na chvíľu precitol z konzumného opojenia a jeho nechápavý pohľad sa snažil nájsť príčinu iritujúceho prerušenia rozbehnutej hostiny. Bordel, ktorý odkryla finančná kríza, sa stal výzvou pre politikov, bankárov a komunikačné firmy, ktoré ich obsluhujú. Cieľom bolo predložiť verejnosti uveriteľných vinníkov bez toho, aby bolo treba vymeniť politickú triedu a zásadným spôsobom reformovať dovtedajšie fungovanie finančného systému. Pozrime sa na najpopulárnejšie vysvetlenia finančnej krízy.

### Kríza morálky - sú dnes ľudia väčšie svine?

Cez letné prázdniny som niektoré poobedia čakával na otca pred fabrikou. Presne o druhej sa ako na povel z chemičky vyrútila lavína pracujúceho ľudu, utekajúceho od budovania socializmu. Ako táto ľudská rieka omývala vrátnicu, pár prísnych pánov a žien v modrých uniformách náhodne vyťahovalo štatistickú vzorku zamestnancov. Či robotník, či riadiaca pracovníčka, prekutali im tašku, pozreli sa pod bundu. Hromadne sa kradlo. Teda nie „sa“, ale ľudia hromadne kradli. Tu plexisklo, tam lepidlo či balík papiera. Tí odvážnejší celé platinové sito z chemického filtra, ktoré nastrihané skončilo na najdrahšej králikárni na svete. Kto nekradol, vraj okrádal svoju rodinu. Kto veril v iného ako komunistického boha, mohol skončiť v base. Kto chcel zo socialistickej vlasti odísť, na toho pustili psov alebo strieľali. No a o tri dekády neskôr sa ma ľudia snažia presvedčiť, že finančná kríza je vyvrcholením postupujúceho morálneho úpadku spoločnosti. Nejakو tomu nemôžem uveriť.

Hľadanie príčin krízy v morálnom úpadku je obľúbené vysvetlenie. Jeho čaro a popularita spočíva aj v tom, že takýto súd možno vysloviť bez nutnosti poznať komplikované detaily, čo a ako sa vlastne stalo. Rozumiem, bolo by nespravodlivé zo skratkovitých záverov viniť ľudí, ktorí nemajú potrebu štúrať sa v detailoch fungovania bankovníctva a ich pochopenie finančného systému sa končí pri zvládnutí obsluhy bankomatu. Krízové moralizovanie však prekvapí z úst odborníkov či priamo zodpovedných štátnych úradníkov, ktorí by mali vedieť viac. „Väčšina kríz je spôsobená mixom hlúposti, chamtivosti, bezohľadnosti, riskovania a viery,<sup>67</sup>“ povedal v roku 2012 Timothy Geithner, odstupujúci minister financií Obamovej administratívy. Ten istý človek tých bezohľadne riskujúcich, chamtivých hlupákov za peniaze ostatných, čiže múdрых, zodpovedných a ohľaduplných dva roky predtým ešte ako šéf newyorského Fedu štedro a bez zaváhania zachraňoval. Zlodej zvykne

kričať – chyťte zlodca. V prípade takého vysvetlenia finančnej krízy sú príťažlivými črtami abstraktnosť a neuchopiteľnosť samotného predmetu morálnej kritiky. Ak za bankrot banky môže bankár Fero a jeho regulátor Vojto, potom je línia majetkovej a trestnoprávnej zodpovednosti jasná. Ak však za krízu môžu zhoršujúca sa morálka spoločnosti a lesné víly, už nie je také jasné, koho treba vylacikať. Ak je vinníkom čoraz nemorálnejšia spoločnosť, potom za krízu v konečnom dôsledku môžeme všetci a zároveň nikto konkrétny. Riešením degradujúcej morálky nie sú konkrétne zmeny v existujúcich štruktúrach a nastavení systému či majetková zodpovednosť vinníkov za vytvorené škody, ale maximálne verejný sľub morálnej očisty, prípadne dosadzovania „lepších“ ľudí do funkcií.

Možno je v tom zrno pravdy a ľudia sú dnes skutočne väčšie svine ako včera, pred rokom či pred štvrtým storočím. S úplnou istotou to nemožno vylúčiť.<sup>66</sup> Cítim sa primlady na také ťažké filozofické súdy o trendoch v spoločnosti, ktoré pristanú skôr mysliteľom na sklonku života. K vysvetleniam ekonomických zlyhaní čisto morálkou či integritou jednotlivcov treba byť však podozrievavý. Koncentračné tábory, zaostalosť a chudobu v Severnej Kórei ťažko vysvetlíme väčšou krutosťou, lenivosťou a hlúposťou tunajších Kórejčanov. Po všetkých stránkach identickí ľudia obývajúci južnú časť polostrova žijú v slobodnej spoločnosti bez politických väznov v nevídanom blahobyte, v technicky vyspelejšej krajine. Nastavenie systému, v ktorom ľudia konajú, určí, ako sa prejavia prirodzené dobré a zlé vlastnosti charakteristické pre všetkých ľudí. To, či systém odmeňuje usilovnú prácu alebo politikárčenie, poctivosť alebo kradnutie, sporenie alebo spotrebu, efektívnosť alebo plytvanie, investície alebo humpľovanie, v konečnom dôsledku určí, či sa geneticky, jazykovo, kultúrne a historicky takmer identický Nemec po pol storočí ocitne vo východonemeckom ekonomickom marazme alebo v západonemeckom ekonomickom raji.

Krízu vraj vyvolala chamtivosť. No ľudská chamtivosť tu je od nepamäti. A vždy tu aj bude. Keď sa zrúti lietadlo, neobviňujeme gravitáciu. Napriek tomu, že prispela k nešťastiu, je to niečo, s čím musia konštruktéri lietadla rátať. Rovnako musí finančný a ekonomický systém fungovať v prostredí neustále prítomnej chamtivosti. Mnohé skutky, ktoré prispeli k fenoménu krízy, boli bezpochyby osobným morálnym zlyhaním. Zaujímavou otázkou však nie je ani tak to, kto konkrétne zlyhal, ale prečo existujúci systém a inštitúcie takéto správanie netrestajú a umožňujú jeho prekvitanie. Ak za chybným úsudkom nenasleduje strata a za podvodom trest, a naopak chamtivé, rizikové a nezodpovedné správanie sa odmeňuje, za nejaký čas vychováte aj z populácie všetkých svätých dostatočný počet chrapúnov, ktorí sa zmocnia existujúcich príležitostí.

Prečo ľudská chamtivosť nepoloží mliekarenský či odevný priemysel? Prečo si mám myslieť, že bankári sú inherentne väčšie svine ako mliekari? Ak vie nejaká prirodzená ľudská vlastnosť položiť banky, potom je zrejme chyba v systéme ich fungovania. Problémom je chamtivosť bez zodpovednosti a absencia vynucovania

vlastníckych práv. Ak nie sú dodržiavané základné pravidlá kapitalizmu, ako majetková zodpovednosť a rovnosť pred zákonom, potom existuje možnosť získať na úkor druhých vďaka privilegovanému postaveniu v spoločnosti. Finančné subjekty sú dnes nad tvrdými pravidlami kapitalizmu. Sú chránené pred konkurenciou a majú prednostný prístup k monopolným peniazom, a tým aj k spoločným zdrojom. Ak by boli v rovnakom postavení bežní ľudia, ktorí sa dnes rozčuľujú nad morálnym úpadkom, a mali by rovnakú možnosť tieto privilégia zneužívať, väčšina populácie by neodolala. Keď si investičný bankár, ktorého všetci zachraňujeme rastúcimi cenami dôsledkom novovytvorených peňazí alebo vyššími daňami, vyplatí miliónové odmeny, má to príchut' dekadencie a vyvoláva to oprávnené morálne rozhorčenie obyvateľstva. Fungovanie dnešného finančného systému, keď sú niektorí investori a podnikatelia chránení na úkor ostatných, vedie k rozkladu dôvery ľudí v spravodlivosť fungovania spoločnosti. A tým aj k vyššej frekvencii nežiaduceho správania nasledujúceho príklady, v ktorých ľudia vidia, že sviniam sa darí. Kapitalizmus pre chudobných a socializmus pre bohatých kazí morálku, zle nastavené inštitúcie rozvracajú kultúru spoločnosti.

Morálne apely a snahy o štátnu reguláciu neprimeraného správania tu nepomôžu. Nechápte ma zle, bol by som rád, keby sme sa všetci objali a od zajtra boli lepšími. No stabilitu finančného sektora by som na tom nestaval. Jediným riešením je zrušenie privilégií a aplikovanie rovnakých pravidiel podnikania ako na ostatné sektory.

## Za všetko môžu špekulanti

*„Nie málo ťa prekvapí, že špekulujem čiastočne s americkými fondmi, ale najmä s anglickými akciami, ktoré tento rok rastú ako huby po daždi (na podporu všetkých mysliteľných aj nemysliteľných akciových podnikov) a sú tlačené do nezmyselných výšok, pričom následne sa zväčša prepadnú. Týmto spôsobom som zarobil už 400 libier a teraz, keď komplexnosť politickej situácie poskytuje väčší priestor, idem sa do toho pustiť znova. Nie je to náročné na čas a navyše pomôcť nepriateľovi zbaviť ho jeho peňazí stojí za nejaké to riziko,“* napísal známy komunistický špekulant Karol Marx v liste z júna 1864 priateľovi.<sup>69</sup>

Že za krízu môžu špekulanti, je variáciou moralizujúceho príbehu. Aj tu stoja za krízou zlí ľudia. V tomto prípade špekulanti, ktorí na trhoch nakupujú s cieľom neskoršieho výhodného predaja. Dosiahnu tak „bezprácny“ zisk. Bez toho, že by niečo vyprodukovali či museli zodvihnúť zadok zo stoličky, že by si zašpinili ruky či museli ráno cvaknúť na vrátnici.

Nenávisť ku kšeftárom nie je novodobý fenomén, ale je hlboko zakorenená v našich myšliach. Státisíce rokov získavané lovecko-zberačské intuície spúšťajú poplašný alarm. Ak má on viac bez toho, že by niečo ulovil, vykresal či nazbieral,



niekto mý musí mať menej. Zisky týchto ľudí za absencie fyzickej práce či viditeľného produktu vyvolávajú v bežných ľuďoch automaticky podozrenie. A závišť. Za špekulanta označujeme človeka často len preto, lebo sa mu darí finančne lepšie než nám. Židia by o tom mohli písať učebnice. Podozrievavosť, nepochopenie a závišť spolu vytvárajú nebezpečný mix, ktorý zo špekulantov robí ideálnych fackovacích panákov ešte predtým, než sa vôbec objaví nejaký problém. Tak ako vo vtippe, kde vlk, zajac, liška a medveď idú hrať karty. „*Ten, kto bude podvádzať, dostane takú po tej ryšavej papuli...*“ varuje medveď miešajúc balíček. Ak sa potom skutočne v ekonomike niečo zomelie, poslúži antipatia proti špekulantom ako hromozvod nahromadených emócií.

Predstava chamtivého špekulanta je v spoločnosti rozšírená a sú na ňu naviazané také výrazné emócie, že je ideálnym nástrojom na politickú manipuláciu. Už od nepamäti ju s obľubou využívajú politici pri snahe odpútať pozornosť od vlastného zlyhania. Pri americkom zlatom defaulte, keď Richard Nixon „dočasne“ zrušil vymeniteľnosť amerických dolárov za zlato v roku 1971, sa americký prezident ani slovom nezmienil o zneužívaní meny centrálnou bankou na financovanie štátnych eskapád a obrovských výdavkov spojených s vojnou vo Vietname. Naopak, v televíznom príhovore k občanom fabuloval o ochrane dolára pred útokom špekulantov.<sup>70</sup> Identicky svoje zlyhania ospravedlňovali o štyri dekády neskôr predstavitelia eurozóny. Začiatkom krízy v eurozóne blúznili o tom, ako bezbranné dieťa politickej integrácie euro napadla svorka lačných vlkov – špekulantov.

Niektoré naše vrodene intuície v komplexnej modernej ekonomike žalostne zlyhávajú. Hodnota už dávno nevzniká iba lovom, pestovaním, manuálnou výrobou či holením fúzov, alebo zabávaním publika pesničkami. Obrovské množstvo bohatstva v modernej ekonomike vzniká obyčajným obchodovaním bez akejkoľvek zmeny charakteru a často i miesta samotného produktu. Obchodník, ktorý nakupuje preto, aby drahšie predal, je kúzelník, ktorý vyčaruje z ničoho niečo. Doslova. Bez toho, že by musel na produkciu minúť iné vzácne zdroje ako svoj čas, um a na nejaké obdobie viazať použitie pracovného kapitálu, vykúzlil troch nových šťastnejších ľudí. Predávajúci je rád, že dobre predal. Kupujúci je rád, že dobre nakúpil. A obchodník na tom všetkom ešte zarobil. Ako je to možné? Obchodník hľadá ekonomickým statkom nový domov, kde si ich ľudia cenia viac ako ich súčasní majitelia. Je dôležitým sprostredkovateľom v ekonomike, keďže zlepšuje životy ľudí čisto prerozdelením a premiestnením toho, čo už spoločnosť vlastní.

## Špekulant vytvorí aj vo vojenskom lágri prebytok

Tento neintuitívny proces tvorby hodnoty ilustruje známa štúdia ekonomického fungovania bavorského tábora pre vojnových zajatcov počas druhej svetovej vojny.<sup>71</sup>

Zajatci dostávali jedenkrát za týždeň potraviny a niektoré veci základnej potreby. Každý väzeň získal okrem toho aj rovnaký balíček od Červeného kríža s džemom, hovädzíňmi konzervami, margarínom či s cigaretami. Prídely boli rovnaké pre všetkých, no väzni mali rôzne chute a potreby. Niektorí nefajčili, za Britániu bojujúci sikhovia zas nejedli hovädzie. V tábore sa preto spontánne, bez nejakej intervencie zvrchu rozbehol obchod, zosobnený priekupníkmi. Hádám už nikoho neprekvapí, že aj tu boli špekulanti vo všeobecnej neľúbosti. V lágri kolovali historky o talianskom kazateľovi, ktorý ráno začal obchodovať s kusom syra a piatimi cigaretami a po pracovnom dni naplnenom množstvom handlovania s ostatnými väzňami si večer líhal s kompletným balíčkom Červeného kríža, plus syrom a s piatimi cigaretami, s ktorými začal. Pritom všetci, s ktorými spravil v ten deň obchod, boli na tom určite lepšie ako predtým, keďže inak by sa na obchodoch dobrovoľne nezúčastnili. Zázrak? Nie. Ide o hru s nenulovým súčtom, v ktorej sa jej hraním zväčšuje množstvo hodnoty, o ktorú sa hrá. Kým množstvo statkov je v danom momente v tábore z definície konštantné, môžu podľa toho, ako sú rozdelené medzi jednotlivých väzňov, poskytnúť rôzne množstvo subjektívneho úžitku. Práve rozdiel medzi nízkym subjektívnym úžitkom hovädzieho u sikhov a toho istého hovädzieho u dvojmetrového, neustále hladného Angličana otváral ziskový potenciál, ktorý sociálne zasieťovaný a komunikačne zdatný kazateľ vedel identifikovať a šikovne využiť. Presun ekonomického statku tam, kde je najvyššie cenený, uvoľní novú hodnotu, z ktorej môžu profitovať všetci. Ekonómovia hovoria o optimálnej alokácii.

Klasický obchodník, stelesnený napríklad v majiteľovi panelákovkej večierky, premiestňuje (alokuje) statok v priestore a zároveň v čase. Tovar v pondelok nakúpi vo veľkoobchode za mestom a v stredu ho predá na sídlisku. Špekulant poväčšine túto geografickú alokáciu nerobí a vlastníctvo tovaru, komodity alebo reálneho aktíva presúva iba po časovej osi. Predmet špekulácie alokuje od predávajúceho dnes ku kupujúcemu zajtra, dúfajúc, že dosiahne zisk. Napriek tomu, rovnako ako pri klasickom obchodníkovi ide o ekonomicky dôležitú funkciu. Špekulanti na seba berú riziko nepriaznivého vývoja hodnoty statku v čase jeho vlastníctva. Ak farmár pestuje pšenicu, musí platiť lízing na traktor, prenájom pôdy a výplaty robotníkov už dnes, napriek tomu, že pšenica sa ešte neurodila. Prípadný pokles jej ceny v budúcnosti, keď ju bude chcieť predáť, môže spôsobiť, že to všetko robil zbytočne, keďže utrpí stratu. Možno mu nakoniec zoberú aj televízor, na ktorom pravidelne pozerá Farmu. Vďaka špekulantom takéto riziko podstupovať nemusí. Zajtra zožatú pšenicu môže predáť za cenu dohodnutú už dnes. Farmár získa istotu pokrytia nákladov plus nejaký zisk. Špekulant zas príležitosť bezprácného zisku, no zároveň aj riziko straty. Podľa toho, kam sa cena pohne. Špekulanti nákupom rizika vytvárajú likvidný trh pre ľudí, ktorí nechcú podnikáť v špekulovaní o budúcom vývoji ceny, ale skôr v produkcii konkrétnych statkov.

Hranice medzi špekuláciou a bežným podnikaním či životom ako takým nie sú také ostré, ako by sme si mohli myslieť. Kto býva vo svojom namiesto toho, aby si

byt prenajímal, možno nevedome, ale predsa špekuluje na rast ceny nájomného či stratu hodnoty papierových peňazí. Nákup 10 kíl cukru v zľave tiež spadá pod snahu o minimalizáciu finančných nákladov na základe viac či menej správneho odhadu budúceho cenového vývoja. Prísne ekonomicky sme špekulanti úplne všetci, keďže konanie každého človeka je postavené na špekulatívnom odhade budúceho ekonomického vývoja. Máme akurát menej zdrojov a možno aj menej odvahy riskovať ako tí, o ktorých toľko počúvame v súvislosti s finančnou krízou. Ľudia by si na to mohli spomenúť, keď s plnou nádržou lacného rakúskeho benzínu a s konzervami v kufri na ceste do Chorvátska nadávajú na špekulantov, ktorí zapríčinili krízu.

### Proroci v službe všeobecného blahobytu

Zaujímavým efektom individuálnej snahy špekulanta dosiahnuť zisk na základe znalostí či schopnosti predvídať je zefektívňovať fungovanie celého hospodárstva. Odhad budúceho vývoja a následné nákupy či predaje týchto novodobých prorokov pomáhajú riešiť budúce problémy už dnes. Ak sú špekulanti presvedčení o tom, že za tri roky bude nedostatok ropy, v očakávaní rastu jej ceny ju začnú nakupovať a ukladať na prenajaté tankery ukotvené v blízkosti prístavov.<sup>72</sup> Tento odhad povedie k rastu ceny ropy v súčasnosti. Pomáhajú cenu komodity upraviť tak, aby sa dostal do rovnováhy dopyt s celou odhadovanou ponukou. Napriek tomu, že rast cien málokto z laikov považuje za pozitívum, ide aj v tomto prípade o užitočný vývoj. Vyššia cena konzervuje existujúcu ponuku ropy v spoločnosti na jej najdôležitejšie využitie a obmedzuje plytvanie s ňou. Bude sa menej jazdiť na motorových jachtách, viac zatepľovať a ľudia si skôr rozmyslia, či pôjdu do obchodu autom, alebo pešo. Špekulant tak nákupom komodity čisto za účelom jej držania, bez jej spotreby, robí službu všetkým ostatným spotrebiteľom. Riskovaním svojich peňazí šetrí ropu na čas, keď bude vzácnějšía a jej spotreba hodnotnejšia. Na druhej strane vysoká cena ropy a rast ziskovej marže okamžite motivujú producentov k zvýšeniu produkcie z existujúcich zdrojov a zároveň umožnia jej ťažbu zo zdrojov, ktoré boli pri nižších cenách nerentabilné, ako napríklad hlboké morské náleziská alebo ropné piesky. Rast ceny zatraktívni alternatívne energetické zdroje a finančne zintenzívni motiváciu hľadania substitútov ropy. Ak mali špekulanti pravdu, jej predajom neskôr za vyššiu cenu síce zarobia, no svojím správnym predpovedaním budúcnosti zároveň celý ekonomický systém dopredu varovali a donútili ho v predstihu začať riešiť vznikajúci problém. Ak boli ich predpovede mylné, tak predajom za cenu nižšiu, ako nakúpili, prerobia. Získajú tí, ktorí mali lepší odhad, a ropu im za vyššie ceny v minulosti ochotne predávali. Každý špekulant musí raz predať to, čo nakúpil, čo naopak tlačí ceny smerom dole. Čím viac špekulantov na trhu s presnejším odhadom budúcnosti, tým rýchlejšie a bližšie sa cena dostane k úrovni, ktorá vyrovnáva dopyt s ponukou. Táto cena optimalizuje využívanie vzácných zdrojov a kapitálu v spoločnosti.<sup>73</sup>



Bohumilej ekonomickej funkcii profesionálneho špekulanta sa venoval v 16. storočí aj známy anglický spisovateľ, dramatik, básnik a anarcho-kapitalista William Shakespeare. V čase dostatku nakupoval a hromadil obilie, slad a jačmeň, ktoré v časoch núdze so ziskom predával. Zisky z obchodov smeroval do špekulácií s nehnuteľnosťami, vďaka ktorým sa stal jedným z najväčších vlastníkov pôdy v rodnom Warwickshire.<sup>74</sup> Shakespeare tak vyvracia kliše, že podnikateľský um a tvorivá umelecká duša nemôžu sídliť v jednom tele. Ani vtedy to špekulanti nemali ľahké. Aj Shakespeare si za túto činnosť zvyšujúcu spoločenské blaho namiesto uznania vyslúžil nenávisť a spoločenskú stigmatu. Na pôvodnej soche pri jeho hrobe bol majster uštipačne zobrazený s vrekom pšenice v natiahnutej ruke. Neskôr v 18. storočí toto zobrazenie známeho autora nahradila romantickejšia a láskavejšia interpretácia, kde vreko nahradilo pero. Za vtedy nelegálne hromadenie pšenice bol Shakespeare mnohokrát pokutovaný. Treba dodať, že často aj za chronické neplatenie daní. Zdá sa, že prinajmenej v otázke „Platiť či neplatiť dane?“ mal jasno.

### Podvod nie je špekulácia a zlodej nie je špekulant

Nie každá špekulácia má vyššie popísaný charakter a je ekonomicky prínosná. Dôležitými podmienkami, ktoré musia byť splnené, sú dobrovoľnosť transakcie a dodržiavanie vlastníckych práv zúčastnených aktérov alebo tretej strany. Toto minimum často neplatí v oblastiach, kde do ekonomického života zasahuje štát. Regulácie obmedzujúce konanie ekonomických aktérov či možnosť presunu ekonomických nákladov z človeka, ktorý ich spôsobil, na iných cez dane a verejné výdavky, vytvárajú bohaté príležitosti na špekulácie a obchody na úkor blahobytu ostatných. Predaj emisných povoleniek podnikateľskému subjektu pod cenu za úplatok politikom nie je pre ekonomiku užitočná špekulácia, ale dosahovanie bezprácného a bezrizikového zisku na úkor niekoho iného. Žiadna hodnota sa nevytvorí a bohatstva nepribudne, iba sa preskupí z jedného vreka do druhého. Rentu na úkor všetkých ostatných získavajú aj súkromné firmy, ktorým štát formou zákonov garantuje privilegované postavenie, či už formou obmedzovania ich konkurencie, poskytovaním úverov z novovytvorených peňazí, alebo poskytovaním neverejných informácií. V takýchto prípadoch ide o hru s nulovým súčtom a naše vrodené podozrievavé intuície sú namieste.

Poctivou špekuláciou nie sú ani niektoré praktiky z posledných rokov v súkromnom sektore. Ak máte vďaka zle nastaveným pravidlám alebo netransparentným privilégiám možnosť svoj počítač umiestniť bližšie k serveru burzy, a tak predbiehať obchody jej ostatných klientov, tiež nemožno hovoriť o službe spoločnosti. Prospešným ekonomickým správaním napomáhajúcim efektívnosti trhov nie je ani odporúčanie investičnej banky svojim klientom, aby nakupovali pochybné finančné

né aktíva, ktoré im ochotne zo svojej súvahy predáva samotná banka v snahe zbaviť sa ich. To všetko sú podvody, ktoré by mal zabezpečovateľ spravodlivosti trestať.

Okrem takýchto podvodov vo finančnom sektore podivne rýchlo rástlo v rokoch vedúcich ku kríze aj množstvo klasických finančných špekulácií. Dobrá hypotéza o príčinách finančnej krízy by mala vysvetliť aj tento nesporný jav. Honba za výnosom bola skôr jedným z dôležitých prejavov nezdravého vývoja než príčinou krízy. Kľúčovým faktorom pri posudzovaní adekvátnosti špekulovania na peňažných a kapitálových trhoch je, kto nesie konečné náklady vyplývajúce z rizika samotnej špekulácie. Keď všetko vyjde podľa očakávaní, nájsť majiteľov ziskov nikdy nie je problém. No stáva sa, že riziko ukáže svoju odvrátenú tvár a, naopak, treba platiť. Ak vtedy vstúpia na scénu politici, ktorí špekulanta zachraňujú za peniaze ostatných, ide o odsúdeniahodné správanie, ktoré nielen znižuje efektívnu alokáciu kapitálu, ale zároveň dotuje deštruktívne rizikové správanie a zlý úsudok. No aj tu ide skôr o zlyhanie štátu než samotných špekulantov. Po vypuknutí finančnej krízy som nepočul o záchrane súkromných hedžových fondov, ktoré sú nástrojom profesionálnych veľkých špekulantov, z peňazí daňových poplatníkov. Zato štátom regulované banky, a ich politicky dobre prepojených veriteľov zachraňujeme neustále.

## Zlyhal kapitalizmus

„*Ide o krízu kapitalizmu,*“ napíše v statuse na sociálnej sieti mladý socialistický intelektuál v nadnárodnej sieti kaviarní, sfkajúc espresso. Na svojom v Kalifornii navrhnutom a v Číne vyrobenom telefóne, ktorý si za peniaze zarobené na brigáde v Írsku kúpil cez internet v Nemecku. Už nevie, ako chutia kubánske pomaranče a prečo bolo treba kedysi v socialistickej republike nákup chleba a iných základných potravín v dostatočnom predstihu pred sviatkami strategicky naplánovať. Neuvedomuje si, že bez nenávideného kapitalizmu by na brigádu išiel na zemiaskové pole do susednej dediny rovnako ako jeho rodičia. Ak aj abstrahujeme od pomýlených mladých romantikov so srdiečkom na správnom mieste, ide o rozšírený názor. Finančnú krízu ako zlyhanie kapitalizmu interpretuje aj mnoho vzdelaných ľudí. Vzhľadom na dramatickosť ekonomickej situácie, ktorá problémami finančného sektora vznikla, a na jej plošný dosah na blahobyť ľudí po celom svete sa tomu nemožno čudovať. Hysterickú paniku bankárov a burziánov z newyorskej Wall Street, novodobého symbolu kapitalizmu, nebolo možné v médiách prehliadnuť. Následná škandalózna záchrana podnikania kapitalistických titanov z peňazí obyčajných ľudí naštrbila presvedčenie o efektívite voľného trhu nejedného z jeho dlhoročných obhajcov. Aj kapitalistický diabol je však skrytý v detailoch. Súdiť, čo skutočne zlyhalo, nemôžeme bez toho, aby sme vedeli, ako dnešný finančný sektor funguje. To, čo pri skúmaní nájdeme, sa na kapitalizmus – voľné naklada-

nie so súkromným majetkom v prostredí slobodnej súťaže a pri dodržiavaní vlastníckych práv – príliš nepodobá. Banky nie sú kapitalizmus. Tak ako pád ošklbanej husi nedokazuje, že vtáci nevedia lietať, kolaps finančného sektora neukázal, že trhy nefungujú.

### Krízu spôsobil nedostatok regulácie finančného sektora

Na to, aby človek pochopil, aký preregulovaný je finančný sektor, stačí pokúsiť sa založiť si vlastnú banku. Alebo ešte lepšie, rovno produkovať vlastné peniaze, ktoré by na trhu ponúkal ako konkurenciu súčasnej mene. V prvom prípade bude potrebovať veľa právnikov a peňazí a v tom druhom pôjde rovno do basy.<sup>3</sup> Centrálne plánovaný a riadený základný úrok, monopolná produkcia peňazí štátnou centrálnou bankou, zákony o povolenom platidle, štátom chránený a regulovaný bankový kartel, povinná schéma poistenia vkladov. To nezní ako liberálny sen či kapitalizmus.

Finančný systém je jedným z najviac regulovaných sektorov ekonomiky. Možno s výnimkou zdravotníctva, kde vidíme podobné výsledky. Regulátor rozhoduje, kto bude na trhu pôsobiť, aký bude mať minimálny vlastný kapitál, akú školu musia mať ľudia vo vedení banky, aké aktíva môže a aké nemôže banka nakupovať, komu a v akých objemoch môže poskytovať úvery, akú má mať poplatkovú politiku, ktoré konkrétne ratingové agentúry má banka používať, za aké maximálne úroky môže poskytovať úvery, aké informácie musí zverejňovať. Reguluje množstvo a cenu rezerv v podobe základnej úrokovej sadzby, to, koho zachráni pred bankrotom a za akých podmienok, a núti všetky banky zúčastňovať sa na plošnom poistení vkladov. Ak bol problém skutočne v regulácii, nemôžeme hovoriť o jej absencii, ale skôr o kvalite. A tú mal na starosti štát.

### Zlyhanie štátu vo funkcii regulátora finančného sektora

Keď sa kedysi štát rozhodol garantovať fungovanie súkromného bankového systému z verejných zdrojov, malo to zásadný vplyv na celý sektor a ekonomiku. Vedomie existencie záchrannej siete financovanej z peňazí daňových poplatníkov musí u bankárov zvýšiť odvahu a ochotu znášať riziko. Kým potenciálne zisky z rizikovejších obchodov budú patriť aj naďalej im, o straty sa zrazu dá podeliť s ostatnými. Potreba regulácie je podmienená práve touto garanciou. Ak sa za niečie podnikanie zaručíte svojím domom, pravdepodobne sa začnete zaujímať, ako dotýčný svoj podnik riadi. Budete chcieť nastaviť pravidlá obmedzujúce rizikovosť jeho správania tak, aby vás svojím konaním nakoniec nevystáhal. O niečo podobné sa dnes snažia štáty. Regulačný rámec bankového sektora má obmedziť rizikové



správanie bánk, a tým eliminovať hrozbu veľkých nákladov na záchranu systému, v ktorom majú ich voliči peniaze.

Vznik niektorých negatívnych javov, ktoré prispeli k vzniku finančnej krízy, možno skutočne pripísať na vrub liberalizácie a uvoľnenia pravidiel na podnikanie vo finančnom sektore. Svoju úlohu zohralo regulátormi tolerované obchádzanie Glass-Steagallovoho zákona, ktorý sa snažil oddeliť aktivity investičných a komerčných bánk. Jeho formálne zrušenie<sup>76</sup> v roku 1999 za prezidenta Billa Clintona bolo už len legalizáciou reálneho stavu. Ignorovanie excesov na hypotekárnom trhu centrálnou bankou, vedenou Alanom Greenspanom, zase zvyšovalo ziskovosť sektora a uľahčovalo nafukovanie bubliny a dislokáciu kapitálu. Nazvať však to, čo sa dialo posledné dekády vo finančnom sektore, zlyhaním slobodného trhu nie je namieste. Keď sa nechá väčšia „sloboda“ štátom chránenému kartelu finančných inštitúcií, ktoré majú prístup k úverom so štátom dotovaným úrokom pri existencii implicitného prísľubu ich ochrany pred bankrotom financovanej z verejných zdrojov, nemožno sa čudovať, že to naplno využijú.

### Nebezpečná viera v usilovného regulátora obhajujúceho záujmy ľudí

Úradníci zlyhali v ochrane záujmov daňových poplatníkov preto, lebo sú tak nastavené motivácie v systéme. Veriť, že protistranu prefikánym finančníkom budú robiť nadpriemerne inteligentní úradníci, ktorí navyše nepodľahnú zo všetkých strán ponúkaným odmenám za to, že vo svojej práci nebudú pracovať príliš usilovne, znamená postaviť systém na utopistickej predstave o ľudskej podstate a fungovaní sveta.

Regulátor existuje nie preto, lebo poskytuje kvalitné služby pre ľudí, ale preto, lebo sa niekto rozhodol. Nečelí trhovému testu dobrovoľného nákupu, neúprosnému testu kvality a potrebnosti jeho existencie. Regulátor sa nemusí každý deň obávať inovatívnej, lacnejšej alebo lepšej konkurencie. Má štátom garantovaný monopol. Zriaďovateľ ho platí z cudzích peňazí na ochranu cudzích záujmov. Preto chýba tlak na efektivitu a kontrola vynaložených prostriedkov. Regulátor dostáva plat hlavne za to, že je, a nie za množstvo a kvalitu výsledkov svojej práce.

## Ked' sa teória štátnej regulácie stretne s biznis realitou – prípad Robert Rubin

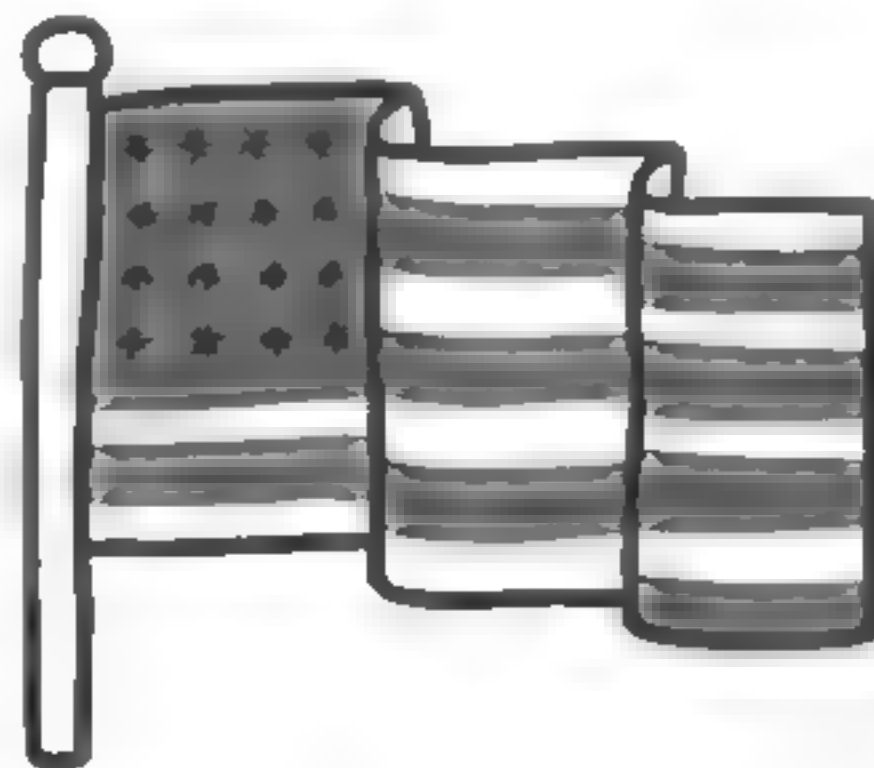
*Životopis Roberta Rubina ilustruje, čo sa stane, keď štátnym úradníkom zveríte obrovské právomoci v sektore, kde sa točia tisíce miliárd dolárov. Tí najbohatší sa nakoniec ku knihe štátnych kúzelských dosiek dostanú a použijú ju vo svoj prospech.*

*Rubin ako šikovný absolvent Harvardu, Yale a London School of Economics pracoval 26 rokov pre investičnú banku Goldman Sachs, kde bol v rokoch 1990 – 92 jedným z manažujúcich partnerov. Medzi rokmi 1993 – 95 pracoval ako poradca prezidenta Billa Clintona pre hospodársku politiku a následne sa stal Clintonovým ministrom financií až do roku 1999. Z tejto funkcie spolu so šéfom Fedu Alanom Greenspanom presvedčili prezidenta, aby počas mexickej krízy (tzv. tequilová kríza) poskytol 20 miliárd dolárov amerických daňových poplatníkov v podobe záruk mexickej vláde na splátky jej dlhu. Rubinovi a Greenspanovi nešlo pri záchrane mexickej vlády o dobro južných susedov, ale o záchranu veriteľov Mexika. Zhodou okolností prevažne amerických finančných inštitúcií. Banky pomocou svojich priateľov v centrálnej banke a na ministerstve financií použili peniaze Američanov ako airbag tlmiaci následky ich agresívnych pôžičiek pochybným dlžníkom.*

*Minister financií Rubin počas svojho pôsobenia spolu so svojím tajomníkom a následne nástupcom Lawrence Summersom tlačili na ďalšiu dereguláciu finančného trhu. Okrem iných zásluh napríklad presvedčil prezidenta Clintona o tom, že nie je nutné regulovať obchody s finančnými derivátmi, ktoré neskôr zohrali dôležitú úlohu v šírení nákazy nesolventnosti naprieč celým systémom počas finančnej krízy.<sup>77</sup> Napriek tomu, že o problémoch, ktoré môžu deriváty znamenať pre finančný systém, dobre vedel, rozhodol sa vzhľadom na nevôľu svojich priateľov z Wall Street do tejto oblasti nezasahovať.<sup>78</sup> Významnú úlohu zohral Rubin pri odstraňovaní zostávajúcich prekážok v tom, aby komerčné banky mohli vytvárať, držať a predávať hypotekárne cenné papiere. Zrušenie Glass-Steagallovhovho zákona odstránilo bariéru medzi investičným a retailovým bankovníctvom. Aj komerčné banky so štátom garantovanými vkladmi tak mohli naplno investovať do finančného toxického odpadu, ktorý nakoniec položil celý systém. Pri výpočte všetkých Rubinových „zásluh“ netreba zabudnúť ani na ďalšiu štátnu záchrannársku akciu kamarátov z Wall Street, ku ktorej došlo počas jeho ministrovania. Centrálna banka koncom 90. rokov zorganizovala záchranu pokazenej hračky ekonómov s Nobelovými*

cenami v podobe hedžového fondu Long Term Capital Management.

Keď chcete zistiť, komu štátny úradník počas svojej verejnej kariéry najviac pomohol, pozrite sa, odkiaľ ide väčšina jeho príjmov v rokoch po opustení úradu. Rubin po návrate do súkromnej sféry v júli 1999 pôsobil ako senior poradca v predstavenstve banky Citigroup, v roku 2007 bol už jeho predsedom. Jeho úloha spočívala najmä v lobovaní pre banku, oficiálne vykonával „strategické rozhodnutia“, za čo bol štedro odmeňovaný. Ročný plat bez toho, že by sa musel komukoľvek v banke zodpovedať, dosahoval ignorujúc odmeny 15 miliónov dolárov. V roku 2001 napríklad telefonoval známemu na ministerstve financií, či by jeho oddelenie nemohlo presvedčiť súkromné ratingové agentúry, aby neznížili rating dlhopisov Enronu, dôležitého klienta Citigroup. Že pri snahe ovplyvňovať súkromné ratingové agentúry volal práve na ministerstvo, treba mať na pamäti v diskusii o úlohe, ktorú ratingové agentúry zohrali vo finančnej kríze. Toho Enronu, ktorého hlavným predmetom podnikania boli okrem obchodov s energiou účtovné podvody a zavádzanie investorov a ktorý o niekoľko mesiacov neskôr spektakulárne zbankrotoval. Rubin za štátnu záchranu tejto firmy dokonca loboval u prezidenta Georga W. Busha.<sup>79</sup> Podľa vlastných slov tým sledoval nielen záujmy akcionárov svojej banky, ale aj amerických daňových poplatníkov. Citigroup zrušenie Glass-Steagallovoho zákona naplno využila a vo veľkom sa pustila do rizikových komplexných obchodov s hypotekárnymi cennými papiermi. Neskôr, počas finančnej krízy, najmä vinou strát z nich takmer zbankrotovala a jej záchranu prefinancovali daňoví poplatníci.<sup>80</sup> Ako sa situácia banky rapídne zhoršovala a ceny akcií Citigroup padali, bývalý regulátor a vtedajší finančník Robin zavolať ďalšiemu exGoldmanovi, Hankovi Paulsonovi, vtedajšiemu ministrovi financií USA, aby mu komunikoval svoje znepokojenie „všeobecne vzhľadom na vývoj cien akcií amerických bánk“.<sup>81</sup>



Zhrňme si Rubinov príbeh. Najprv zrušil prekážky nadmernému riskovaniu regulovaných bánk. Potom ako vedúci predstaviteľ jednej z týchto bánk rizikové nástroje naplno využil s cieľom dosiahnuť zisk. Tým priviedol banku k bankrotu. Následne loboval za jej záchranu z verejných zdrojov. V rozprávke by bol Rubin potrestaný žalárom. V realite finančného systému však tento človek zostal nepotrestaný. Práve naopak. Napriek tomu, že sa časti odmien vzdal, dostal Rubin od Citigroup spolu 126 miliónov dolárov v hotovosti a v akciách.



*Od banky, ktorá by bez pomoci daňových poplatníkov dnes neexistovala. Zo Citigroup odišiel nadobro v januári 2009. Dnes je okrem iného váženým členom Správnej rady Harvard Corporation, ktorá riadi jednu z najprestížnejších vysokých škôl na svete.*

Absencia trhového tlaku predstavuje pre reguláciu problém. Vychádzajme chvíľu z empiricky nepodloženého predpokladu, že regulátor je obdarený nadpriemernými morálnymi kvalitami. Inými slovami, skúsme si predstaviť, že nejde rovnako o prospechársku sviňu, ktorá sa o funkciu uchádza so záujmom profitovať cez úplatky zo strany regulovaných. Aké motivácie existujú pre to, aby svoju prácu robil poriadne, nič nezanedbal a tvrdo postihoval subjekty, ktoré porušujú pravidlá? Prípadne vyrokoval čo najvýhodnejšie podmienky pre daňových poplatníkov, ktorých zastupuje? Otázkou je, prečo by mal niekomu znepríjemňovať život, buzerovať ľudí, proaktívne si robiť v sektore a v spoločnosti mocných nepriateľov, keď mu to v drvivej väčšine prípadov neprinesie povýšenie a hlavne viac peňazí na výplatu. Negatívna motivácia v podobe hrozby prepustenia alebo degradácie funguje iba v prípade zjavných priestupkov.

Aj keby bol štátny úradník Matka Tereza, takéto nastavenie motivácií v systéme štátneho dohľadu ovplyvnia jeho usilovnosť a dôslednosť v hraničných prípadoch. Nebude hľadať všade tam, kde by mohol, keďže mu nikto nebude pomáhať, všetci mu budú nadávať a prípadný neúspech dokázať porušenie pravidiel bude doložením jeho neschopnosti. Ak pripustíme, že medzi úradníkmi je aj dosť takých, ktorí sa nimi stali najmä preto, lebo alternatívou bolo nudné a horšie platené vyplňanie formulárov v nejakej banke, potom nie je prekvapivé, že mnohí z nich sa ozajstnej regulácii budú venovať len naoko. Do práce budú chodiť len si odsedieť pracovný čas, aby dostali výplatu, prípadne si spestria pomaly sa vlečúci čas pornom, ako zamestnanci Americkej štátnej agentúry pre dohľad nad kapitálovými trhmi.<sup>82</sup> Na reguláciu kapitálovej primeranosti, finančnej bezpečnosti a spoľahlivosti hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac, ktoré nakoniec zachránil štát, existovala samostatná štátna agentúra s 230 zamestnancami a s ročným rozpočtom 65 miliónov dolárov.<sup>83</sup> Jediné, na čo sa títo úradníci zmohli, bola niekoľkostostranová správa o tom, čo sa pokazilo, ktorú vydali po kolapse nimi regulovaných subjektov.

## Kúp si svojho regulátora

Keď budeš poslúchať, Ježiško ti prinesie darčeky, hovorievali nám v detstve rodičia. Podobné opcie na budúci štedrý príjem odmeňujúce dobré správanie alebo konkrétny hrdinský čin existujú medzi finančným sektorom a jeho štátnymi regu-

látormi. Práve implicitný prísľub pohodlného, dobre plateného miesta v súkromnom sektore sa stal v poslednom čase obľúbenou formou kupovania si priaznivých podmienok u regulátorov na Wall Street. Regulácia a možnosť privretia jedného oka či rovno odvrátenia zraku, predstavuje pre regulátora hodnotné aktívum, ktoré má svoju trhovú cenu. Kým starosvetské obálky prinášajú s agentmi provokátormi riziko odhalenia, proti zamestnaniu bývalého „dobrého“ regulátora, prípadne niekoľkostotisícovým odmenám za jeho odborné prednášky či „poradenstvo“ sa ťažko niečo namieta. Ide predsa o odborníkov s dlhoročnou znalosťou sektora a fungovania systému s hodnotnými skúsenosťami. Takých ľudí treba dobre zaplatiť. Dokázať prepojenie konkrétnych krokov regulátora s finančným ziskom platcu odmeny, často s niekoľkoročným omeškaním, je v praxi nemožné.

### Treba regulovať prístup k Photoshopu

*Napriek regulácii fungovania finančných brokerov v USA a pravidelným povinným auditom bankových účtov bol Russell Wasendorf, senior z Peregrine Financial Group, schopný spreneveriť vyše 200 miliónov dolárov peňazí svojich klientov, ktoré mali byť na oddelených účtoch. Stačilo mu poselať audítom z ním založeného P. O. Boxu výpisy z bankových účtov primitívne prerobené vo Photoshope. Za takmer 20 rokov, počas ktorých k sprenevere dochádzalo, regulátorovi nenapadlo ani raz informácie overovať. Napriek tomu, že už v minulosti existovali pochybnosti o niektorých transakciách firmy, a nebolo jasné, prečo takú veľkú firmu audituje drobný neznámy audítor so sídlom v rodinnom dome na chicagskom predmestí. Regulátorom musel celú schému vysvetliť až v rozlúčkovom liste pri neúspešnom pokuse o samovraždu samotný Wasendorf.<sup>84</sup>*

Karuselové dvere medzi štátnym regulátorom a samotnými regulovanými subjektmi vo väčšine prípadov fungujú spoľahlivo. Pre „dobrých“ regulátorov smerom k dobre plateným kariéram vo finančných inštitúciách alebo na nich napojených firmách. Ide to aj opačným smerom – na úrad pre „správnych“ odborníkov vyslaných svojimi bývalými zamestnávateľmi na misiu v podobe služby spoločnosti. Materskej súkromnej spoločnosti. Niektoré firmy svojich zamestnancov dokonca priamo finančne motivujú, aby si našli vplyvné miestečko u regulátora. Jack Lew opustil CitiBank, aby nastúpil na seniorskú regulačnú pozíciu v štátnej sfére, za čo zinkasoval od banky, ktorú štát za peniaze daňových poplatníkov viackrát zachraňoval, tučnú odmenu zadefinovanú pre tento prípad už rovno v pracovnej zmluve.<sup>85</sup> I keď do úradu príde niekto z finančného sektora aj bez takejto misie, len ťažko

možno predpokladať, že zabudne na svojich dlhoročných kamarátov, s ktorými stále chodí na golf či spoločné rodinné dovolenky, a v prípade problémov ich nechá v štichu. Útočiť na svojich, aby ochránili cudzie peniaze abstraktného daňového poplatníka, napríklad v podobe sedliaka z Texasu, ktorého nikdy nestretnú a nikdy sa im za to nepoďakuje, preto nie je štandardné správanie. Ak to aj robia, dočkajú sa vyhrážok,<sup>86</sup> nadávok a na dobre platené miesto v niektorých z regulovaných subjektov v budúcnosti môžu zabudnúť.

Využívanie karuselových dverí uľahčilo finančnému sektoru zmocniť sa štátneho regulátora a pomerne úspešne manažovať jeho agresivitu.<sup>87</sup> Impotenciu ilustruje fakt, že počet trestných stíhaní za podvody v americkom finančnom sektore už dvadsať rokov neustále klesá. Tento trend nezvrátila ani najhoršia finančná kríza od druhej svetovej vojny, počas ktorej americký finančný systém takmer skolaboval. Kým po predposlednej kríze finančného sektora v USA (tzv. Savings and Loan Crisis) v 80. rokoch bolo odsúdených viac než tisíc vedúcich pracovníkov a zamestnancov finančných inštitúcií, po tejto rádovo väčšej finančnej kríze došlo zatiaľ iba k niekoľkým obvineniam, pričom dosiaľ nikto nešiel do basy.<sup>88</sup> Klesajúci počet stíhaní však môže mať aj opačné vysvetlenie. Nemôžeme vylúčiť možnosť, že nejde o problém nefungujúcej regulácie, ale o prejav zlepšovania morálky bankárov za posledných 20 rokov, a že ku kolapsu došlo bez ich pričinenia.

## ExGoldman reguluje Goldmana

Kontrast medzi realitou a naivnou predstavou o regulátorovi, s ktorou počíta dnešný systém, ilustroval najlepšie sám americký minister financií z prvých krízových rokov Hank Paulson. Mnoho opatrení štátu ako záchrana AIG či program TARP vyzeralo, ako keby si ich navrhovala sama investičná banka Goldman Sachs. O vrelom vzťahu Hanka Paulsona práve k tejto investičnej banke a jeho úprimných obavách o jej osud nemožno pochybovať. Na ministerské kreslo prišiel rovno z pozície šéfa Goldmanov. Počas dramatických týždňov v júni 2008, keď sa rýchlo zhoršovala situácia na peňažných trhoch, sa tento verejný činiteľ a popredný regulátor finančného sektora potajme stretol v moskovskej hotelovej izbe so starými kumpánmi z Goldman Sachs. V rámci hodinového stretnutia porozprával celej prítomnej správnej rade súkromnej investičnej banky svoje názory na momentálny vývoj amerických a globálnych trhov. Okrem analýzy poskytol americký minister financií zástupcom firmy, ktorá na svoj účet a na účet svojich klientov obchodovala stovky miliárd dolárov rôznych finančných produktov, detaily prejavu, ktorý pri neskoršej, už verejnej prezentácii zahýbal finančnými trhmi. Pri ruskom samovare medzi rečou spomenul predstavenstvu možnosť bankrotu hlavnej konkurenčnej firmy, investičnej banky Lehman Brothers. V tomto svetle potom treba vnímať geniálnu predvídavosť Goldman Sachs a ich prekvapivo malé straty z neskoršie-



ho pádu Lehman Brothers, ktorý zaskočil všetkých ostatných.<sup>89</sup> Ochota ministra Paulsona poskytnúť pomocnú ruku súkromným finančníkom nebola obmedzená iba na jeho bývalého zamestnávateľa. O mesiac neskôr o existujúcich plánoch na možné prebratie hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac americkým štátom informoval zástupcov najväčších hedžových fondov. I keď je pravda, že ani tu sa nezbavil tieňa investičnej banky Goldman Sachs, keďže samotné stretnutie zorganizoval tiež bývalý Goldman Eric Mindich a minimálne piati účastníci stretnutia mali s touto investičnou bankou nejaký pracovný vzťah.<sup>90</sup> Tu popísané stretnutia sú pritom iba tie, pri ktorých sa novinárom podarilo presvedčiť niekoho z účastníkov, aby o nich podal informácie. Ide len o vrchol ladvca neverejných stretnutí a konzultácií zástupcov štátu pre vybraných finančníkov.

### **Investujte u Madoffa – overené štátnym regulátorom!**

*René-Thierry Magon de la Villehuchet bol aristokrat, potomok prominentnej francúzskej rodiny, ktorý založil a prevádzkoval v New Yorku veľký investičný fond s peniazmi bohatých Európanov. 21. decembra 2008 poslal svojho asistenta kúpiť najostrejší otvárač listov, aký zoženie. 22. decembra sa po tom, ako večer z firmy odišli poslední pracovníci, zamkol vo svojej kancelárii, užil sedatíva a otváračom listov si spravil hlbokú ranu cez ľavé zápästie. Na druhý deň ráno ho našli mŕtveho s ľavou rukou v odpadkovom koši, v džentlmenskej snahe zanechať po sebe upratovacej čate čo najmenšiu robotu.*

*Bolo to jedenásť dní po tom, ako Bernard L. Madoff oznámil, že to, čo prevádzkuje, nie je megaúspešný investičný fond, ale obrovský podvod. išlo o doteraz najväčšiu Ponziho schému na svete, kde sa investičné výnosy vyplácali z peňazí nových vkladateľov a nie z úspešných ziskových obchodov. Madoffova firma v skutočnosti žiadne obchody s opciami tak, ako uvádzala vo svojich materiáloch, nerobila. Diali sa len na papieri. De la Villehuchet do Madoffa investoval peniaze svojho fondu. Prišiel tak nielen o svojich 50 miliónov dolárov, čiže väčšinu vlastného majetku, ale aj o 1,5 miliardy dolárov peňazí klientov. Jeho fond spravoval aj majetky mnohých kráľovských a šľachtických európskych rodín. Napriek tomu, že nemal s Madoffovým podvodom nič do činenia, cítil sa plne zodpovedný za stratu peňazí klientov, s ktorými mal dlhodobé vzťahy. Samovraždu považoval za jediné možné východisko, ako si zachovať aspoň nejakú česť a za istú formu ospravedlnenia. Toto vzácne, predvojnové gesto je v dnešnom finančnom systéme, kde sa už neručí ani vlastným majetkom, nieto ešte vlastným životom, šokujúce.*

Ani Madoffa nechytí štátny dohľad, ale finančná kríza. Napätá situácia na finančných trhoch pozastavila prísun nových peňazí, čo je pre Ponziho schémy vždy rozsudkom smrti. Madoff sa na políciu prišiel udať sám. Okrem bánk a iných renomovaných klientov peniaze spreneveril aj kolumbijským drogovým barónom, ruskej mafii a mnohým iným pochybným živlom. Útek z krajiny by preto predstavoval hazardovanie s vlastným životom. Americké väzenie bolo preňho najbezpečnejším miestom na dožitie na svete. Totálne zlyhanie štátnej regulácie nespočíva v tom, že si štát nevšimol 65-miliardovú Ponziho schému (17 miliárd peňazí klientov, pričom zvyšok tvorili fantómové zisky) priamo pod nosom. Americká štátna agentúra pre dohľad nad kapitálovými trhmi SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) Madoffa neodhalila ani napriek viacnásobným detailným podaniam Harryho Markopolosa.<sup>91</sup> Tento obchodník s opcami a investičný manažér dostal v roku 1999 od svojho zamestnávateľa úlohu vytvoriť produkt, ktorý by generoval podobné výnosy ako Madoff. Že ide o podvod, bolo Markopolosovi jasné hneď, ako mu doniesli Madoffove prospekty s nádherne lineárnou krivkou výnosovosti. Bola príliš pekná na to, aby bola pravdivá, a Markopolos začal Madoffa sám vyšetrovať. Obvolal obchodných partnerov, burzy, iné firmy na Wall Street a pýtal sa na to, či niekto niekedy obchodoval s Madoffom. Všetci odpovedali nie, čo bolo pri takom obrovskom obchodníkovi nemožné. Prvé podanie dal v roku 2001 na osobnom stretnutí ešte v bostonskej pobočke SEC, odkiaľ celú vec zaslali pobočke v New Yorku. Tam ju dôsledne ignorovali. Markopolos sa napriek nečinnosti štátu nevzdal. Spísal detailnú správu, ktorá obsahovala 29 indícií, že Madoff je Ponziho schéma, a dal na SEC ďalšie 20-stranové podanie v novembri roku 2005. Po viacerých skúmaníach a činnosti vyšetrovacej skupiny v rokoch 2005 a 2006 štátny regulátor celú vec uzavrel, keďže vo sfalšovaných účtovných knihách od Madoffa SEC „nenašiel žiadny dôkaz nasvedčujúci podvodu“. Štátni úradníci vôbec neskúmali samotnú podstatu Markopolosovej hypotézy, jeho základné tvrdenie, že všetky Madoffove obchody sú fiktívne. Nechceli pripustiť, že ide o jednoduchý podvod. Hľadali sofistikované machinácie, ktoré nenašli. Pritom na overenie toho, že Madoff v skutočnosti neobchoduje, stačila pol hodina a pár telefonátov na najväčšie opčné burzy. Možno to nebola len lenivosť, nekompetentnosť či zanedbanie pracovných povinností, ale niečo viac. Ignorovanie prípadov, ako bol Madoff, malo byť podľa niektorých zdrojov politikou SEC nariadenou niektorými jej senior úradníkmi.<sup>92</sup> Istý je však výsledok. SEC nielenže Madoffa ako podvodníka neidentifikovala, no ani nepochopila dôkazy, ktoré dostala naservírované na

*zlatom podnose. K tomu ešte dala Madoffovi nálepku štátom overenej kvality a pomohla tak k ďalším defraudáciám v nasledujúcich dvoch rokoch. Za svoje chyby v SEC-u nespáchal samovraždu nik.*

## Napíš si svoju reguláciu

Ešte efektívnejším spôsobom, než si kupovať regulátorov, je investícia do možnosti regulačné zákony priamo písať alebo aspoň zásadným spôsobom ovplyvňovať ich znenie. Ak je vaša futbalová bránka na vyvýšenej strane kopca, potom vám môže byť jedno, že nemáte kúpeného rozhodcu. Jedným zo spôsobov, ako môžu regulované subjekty ovplyvňovať tvorbu regulácie, je zaplatenie lobistu, ktorý v minulosti pracoval pre politikov ako ich úradník a má preto živé kontakty na dôležitých hráčov. Princíp je rovnaký ako pri iných funkciách v štátnej sfére. Pozícia a s ňou súvisiace právomoci, prípadne osobné kontakty s dôležitými osobami v procese tvorby regulácie, predstavujú pre týchto šťastlivcov potenciálny zdroj vysokých príjmov. Prechod cez karuselové dvere do regulovaných subjektov alebo do súkromnej lobistickej firmy je aj tu dobre zaplateným kariérnym krokom. 56% obratu generovaného súkromnými lobistickými firmami medzi rokmi 1998 – 2008 v USA pripadalo na tzv. karuselových lobistov. Ide o lobistov, ktorí niekedy v minulosti pracovali v štátnej sfére, kde si mohli zabezpečiť tie správne kontakty.<sup>93</sup> To, že ide hlavne o speňaženie osobných kontaktov a nie nejakých schopností či skúseností lobistu, ukazuje náhly významný pokles príjmu u tých lobistov, ktorých senátor, pre ktorého niekedy v minulosti pracovali, odíde do dôchodku, nie je opätovne zvolený alebo zomrie. Táto nešťastná udalosť náhle zotne lobistické príjmy dotknutej osoby o 24% (pokles asi 182 tisíc dolárov ročne), pričom tento efekt na poklese príjmov je trvalý.<sup>94</sup> Väčšina karuselových lobistov následne opäť zmení kariéru a lobing po strate svojho „koňa“ opustí. Hodnota senátora rastie priamo úmerne s jeho dôležitosťou danou pôsobením v rôznych výboroch pripravujúcich zákony. Pri ovplyvňovaní regulátorov a samotnej regulácie nejde o americké špecifikum, ale o systémovú chybu, ktorú využívajú regulované finančné subjekty aj v Európe.<sup>95</sup>

Vzhľadom na veľkosť, mieru štátnych intervencií a privilegované postavenie nie je prekvapivé, že najväčším investorom do lobingu v USA je práve bankový sektor. Na ovplyvňovanie politikov a zákonov dávajú banky v Amerike trikrát viac peňazí ako ďalšia najväčšia lobistická skupina v poradí. Že sú to dobre investované peniaze, ukazuje prístup oboch veľkých amerických politických strán k finančným inštitúciám. Štát pomáhal finančníkom za republikánskeho prezidenta Busha, no počas prezidentovania demokrata Obamu sa banky tiež nemali na čo sťažovať. Finančný sektor financoval veľkú časť jeho kampane. V tejto súvislosti je úsmevná úloha, ktorú



zohral John Corzine, jeden z Obamových prominentných fundraiserov a radcov pri riešení krízy, pri zmiznutí 1,6 miliardy dolárov klientskych peňazí, keď zbankrotoval broker MF Global v roku 2011. Corzine, ktorý tejto firme od roku 2010 šéfoval (predtým pôsobil ako guvernér New Jersey a šéf Goldman Sachs), údajne o používaní segregovaných klientskych peňazí na obchody firmy s talianskymi dlhopismi nič netušil. Napriek tomu, že v nahrávanom telefonickom rozhovore svojho zamestnanca k tomu priamo nabádal.<sup>96</sup> Vzhľadom na objem peňazí investovaných do politikov a lobingu nie je prekvapivé, že celá administratíva kontrolujúca tvorbu a implementáciu regulácie je finančne a personálne prerastená s finančným sektorom. „Prevádzkujú to tu banky,“ povedal demokratický kongresman o Kongrese Collin C. Peterson.<sup>97</sup> „Úprimne, banky to tu vlastnia,“ povedal o senáte senátor Dick Durbin.<sup>98</sup>

### Regulátor je vždy minimálne o krok pozadu

*„Dohodli sme sa finančný produkt schváliť iba pod podmienkou, že aspoň jeden z nás bude rozumieť tomu, ako funguje. Toto pravidlo sme ale neboli schopní dodržiavať, keďže sme sa neustále obávali, že by nás vo schvaľovaní predbehli britské alebo nemecké authority. Preto sme prižmúrili oči a povolenie nakoniec udelili.“*<sup>99</sup> Komentoval jeden z vedúcich predstaviteľov francúzskej centrálnej banky odbornú bezradnosť európskych regulátorov pri regulácii komplexných finančných produktov na konferencii v Paríži v roku 2008.

Regulátor je s trhom v neustálych pretekoch v zbrojení. Úradník hŕta, ako identifikovať, obmedzovať a trestať príliš rizikové správanie bánk, ktoré si užívajú garancie z verejných financií. Tak ako mnoho generálov sa na vojnu pripravuje podľa poslednej bitky, v regulačnom rámci sa robia zmeny a implementujú nové pravidlá na základe poslednej krízy. Druhy rizikového správania vo finančnom systéme sa však neustále inovujú a sú odlišné od tých, akými boli regulátori dobehnúť naposledy. Regulačný rámec je preto iba balvanom hodeným do rieky finančného trhu. Síce zmení smer toku peňazí, no tie si nakoniec vždy cestu okolo neho nájdu.

Toto obtekanie regulačných prežitkov inováciami trhových hráčov ilustruje starý otec automatizovaného algoritmického obchodovania, miliardár, maďarský emigrant Thomas Peterffy. Keď k nemu do kancelárie prišiel ešte v praveku počítačového obchodovania zástupca burzy NASDAQ oznámiť, že ním novovyvinutý softvér nemôže zadávať príkazy na obchody priamo elektronicky, ale musia sa zadávať „ručne“ cez klávesnicu, mladý Thomas s elektronickým obchodovaním neprestal. Namiesto toho využil v jeho rodnej, komunizmom utrápenej krajine na prežitie potrebnú manuálnu zručnosť a zostrojil robotickú ruku s prstom, ktorá príkazy s frekvenciou samopalu a príslušným rachotom do klávesnice „manuálne“ vyfukávala. Svet obchodovania sa od podstaty zmenil, akurát bolo treba počkať aj na zmenu zmýšľania a adaptáciu regulátora na novú realitu.<sup>100</sup>

Zaostávanie má hneď niekoľko dôvodov. Prvým je, že tí najbystrejší nepracujú v úrade. Nikoho neprekvapí, že špičkoví absolventi svoje zručnosti a znalosti predávajú skôr na trhu v súkromnom sektore, ale na ministerstvá a do centrálnych bánk sa príliš netlačia. Pozadu nie sú len francúzski centrálni bankári, ktorých napriek formálnej nezávislosti ovplyvňoval boj politikov o zisky z finančných služieb na medzinárodnej aréne. Podobne to funguje aj v USA a iných vyspelých krajinách. Na prácu v štátnom regulačnom orgáne sa trofejné ženy nelovia, zo štátneho platu sa rozprávково nebohatne. Fotka úradníka sa na titulke biznis časopisov typu *Forbes*, *Time* a *Newsweek* objaví zriedkavo. Ako naivné je potom čakať, že zle motivovaní, neambiciózní, často nedostatočne kvalifikovaní regulátori ustrážia najbystrejšie mozgy planéty motivované nepredstaviteľnými sumami potenciálneho zisku? Jednu z nespočetných komických manifestácií nekompetentnosti štátnych úradníkov poskytla účasť IT zamestnancov a inšpektorov regulačnej agentúry kapitálových trhov SEC na hackerskej konferencii Black Hat v Las Vegas v roku 2012. Medzi najlepších hackerov sveta, ktorí sa len tak zo zábavy nabúrajú ešte aj do dedovho kardiostimulátora, prišli s nezakryptovanými počítačmi. Na pevných diskoch pritom nemali len rodinné fotografie a obľúbené videá. Pred konferenciou si na ne stiahli extrémne citlivé finančné informácie z búrz, ako NYSE, ktoré sú natoľko strážené, že musia byť mimo internet. Aby potenciálnych útočníkov trochu motivovali, si asi ako jediní účastníci konferencie na visačky uviedli svoje skutočné mená a zamestnávateľa. Sami si tak nakreslili na svoje čelá cieľové terčiky.<sup>101</sup>

Druhý, dôležitejší dôvod, prečo štátna regulácia nemôže zabrániť finančným kolapsom, spočíva v samotných princípoch fungovania ekonomiky. Nikto nevie a ani nemôže vedieť, ako bude vyzeráť ekonomika v druhej päťročnici. Preto nemôžeme vedieť, ako by mal vyzeráť finančný systém optimálne naplňujúci jej potreby. Aj keby štátny úradník usilovne pracoval a zároveň mal porovnateľné expertné kapacity s regulovanými subjektmi, nikdy nebude schopný predpovedať budúcnosť a adekvátnymi, flexibilne na zmeny reagujúcimi pravidlami chrániť systém pred nestabilitou. Úloha predpovedať budúcnosť a svojim konaním ju zároveň vytvárať prináleží podnikateľom, ktorí riskujú svoje peniaze. Nie všetci uspejú a trhová selekcia postupne presúva cez rozdelenie strát a ziskov viac moci tým, ktorým sa to darí najlepšie. Regulátor je od týchto evolučných trhových síl poskytujúcich okamžitú spätnú väzbu a vylepšovanie produktu z definície izolovaný. Je platený za to, že je, nie za to, že správne predpovedá. Existuje tak bez ohľadu na svoju úspešnosť. V omnoho menšej miere podlieha selekcii na kvalitu, vďaka ktorej je možné inovovať a posúvať systém bližšie k optimu.

Neschopnosť základných predpovedí vývoja systému a tým aj posúdenia rizikovosti starých postupov v novom prostredí potvrdila posledná kríza. Kto povedal komerčným bankám, že grécke, španielske alebo talianske štátne dlhopisy sú „bezrizikovým aktívom“, voči ktorému netreba držať žiaden kapitál? Regulátor. Kto akceptoval v refinančných obchodoch centrálnej banky grécke dlhopisy za

rovnakých podmienok ako nemecké, ignorujúc rozdiely v riziku oboch emitentov? Regulátor. Kto vytvoril ratingový kartel akceptovaním ratingu iba vyvolených agentúr? Regulátor. Kto znížil úroky, a tým podporoval rizikové správanie bánk? Regulátor. Kto akceptoval vysokú mieru využívania finančnej páky, ktorá nenechávala priestor ani pre najmenšiu chybičku? Regulátor. Kto klamlivými vyjadreniami o tom, že nedopustí default žiadnej členskej krajiny eurozóny, ubezpečil cyperské komerčné banky v nákupe gréckych dlhopisov, ktoré po reštrukturalizácii gréckeho dlhu zbankrotovali? Regulátor. Štátny regulátor, ktorý nepostrehol radikálne zmeny v ekonomickom prostredí, krízu zhoršil motivovaním regulovaných subjektov správať sa podľa starých a v novej situácii už absurdných pravidiel.

Tretou prekážkou na ceste k svätému grálu efektívnej regulácie finančných trhov je realita mocenských pomerov v štáte. Regulátora menujú konkrétni politici alebo politická strana. Často preto slúži viac politickej triede, ktorá ho do funkcie dosadila, než účastníkom trhu a daňovým poplatníkom. Keď sa hodí stimulácia ekonomiky, prižmúri oči nad porušovaním existujúcich pravidiel alebo reguláciu uvoľní. Keď treba „upokojovať“ situáciu, predstiera úkony, ktoré nemajú nič spoločné s reálnym posudzovaním rizika a sú mediálnou kampaňou na vytvorenie ilúzie kontroly nad systémom. Veľa príkladov regulačných aktivít, ktoré namiesto reálneho posudzovania rizika slúžili na vytvorenie zdania bezpečnosti, poskytla kríza v Európe. Írske komerčné banky, ktoré nakoniec dohnali Írsko s nastrčenou rukou do eurovalu, niekoľko mesiacov predtým bez problémov prešli stresovými testami európskeho bankového regulátora. Dexia, francúzsko-belgický bankový gigant, dotovaný už od roku 2008 z verejných financií, bol stres testom Európskej bankovej autority v júli 2011 označený za jednu z najlepšie kapitalizovaných a najbezpečnejších európskych bánk.<sup>102</sup> O 86 dní neskôr ju pred kolapsom museli opäť zachrániť daňoví poplatníci Francúzska a Belgicka ďalšou dotáciou 4 miliardy eur a zárukami v celkovej hodnote 90 miliárd eur. Public relations kampaň svojej práci robil aj šéf Fedu, hlavného regulátora amerického finančného trhu, Ben Bernanke. „Sú adekvátne kapitalizované“ a „nehrozí, že by skolabovali“,<sup>103</sup> agitoval v prospech hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac v júli 2008, teda necelé štyri mesiace pred ich znárodnením.

## Európsky regulátor vidí, vie a ignoruje

*Charlie McCreevy, bývalý írsky minister financií, bol medzi rokmi 2004 a 2010 európskym komisárom pre vnútorný trh a služby. Bol teda popredným európskym predstaviteľom zodpovedným za implementáciu regulácie a európskych zákonov na európsky finančný systém. On sám existujúce pravidlá regulácie ignoroval. Španielske banky mali na základe pokynu ich národného regulátora – španiel-*



skej centrálnej banky ignorovať povinnosť prejsť od januára 2005 na medzinárodné účtovné pravidlá (IFRS), ktorá sa vzťahovala na všetky verejne obchodovateľné spoločnosti v EÚ. McCreevy na zasadnutí rady monitorujúcej činnosť International Accounting Standards Board's trustees v apríli 2009 nielenže potvrdil svoju vedomosť o porušovaní pravidiel zo strany španielskych bánk, ale toto nezákonné konanie spolu s ich lokálnym regulátorom ešte pochválil. „Španielsky regulátor to nespravil (neimplementoval dohodnuté pravidlá) a napriek tomu prežili. A jeho banky prežili krízu v lepšom stave ako banky kohokoľvek iného.“ V tom krátkom momente medzi finančnou krízou a vypuknutím eurokrízy sa ešte práve vďaka kreatívnemu neštandardnému účtovníctvu tamojších bánk zdalo, že španielske banky prežili krízu v najlepšom zdraví. Na rozdiel od bánk, ktoré museli účtovať podľa IFRS, praktizovali takzvané dynamické tvorenie opravných položiek. Straty z vytvárania opravných položiek neúčtovali v čase identifikácie zlyhaných úverov, ale v dobrých časoch. Podľa španielskeho regulátora tak mali pôsobiť proti-cyklicky, nezhoršovať už tak zlé časy negatívnymi správami o zhoršujúcich sa hospodárskych výsledkoch a zvýšiť tak prístup ekonomiky k úverom. Ide o starý účtovnícky trik zameraný na optické vyhladzovanie výkyvov v príjmoch spoločnosti v čase, prípadne zakrytie reálnej výšky strát spoločnosti v danom roku. Existujúce možnosti maskovania a predstierania finančného zdravia v bankovom systéme a neschopnosť štátnych regulátorov dovidieť si čo i len na vlastný nos pripravili o niekoľko rokov neskôr, keď celý španielsky bankový sektor skolaboval, európskych daňovníkov o stovky miliárd eur. Úradníci sa na škody skladať nemuseli.<sup>104</sup> Čerešničku na tortu regulačnej absurdnosti posadil samotný McCreevy, keď neskôr zdôvodňoval, prečo proti evidentnému porušovaniu pravidiel nezasiahol. Fanúšikom dynamického vytvárania opravných položiek bol údajne od nepamäti. „Prečo? Lebo som dosť starý, aby som si pamätal, že keď som bol mladý študent v mojej krajine, ktorú poznám najlepšie, mali banky zakázané detailne zverejňovať svoje výsledky. Prečo? Pretože sme vedeli, že ak by sa každý dozvedel, aké vysoké sú rezervy atď., asi by to vyvolalo beh na banky.“ Podľa európskeho regulátora je teda najlepším systémom regulácie ten, ktorému sa darí zakrývať skutočný stav finančných inštitúcií pred zvedavým okom verejnosti. A aj porušovanie účtovných pravidiel je v poriadku, keď slúži vlastným cieľom politickej triedy a ich úradníkov.

## Je čas prestať sa vyhovárať na ratingové agentúry

- *Mimochodom ten deal je absurdný.*
- *Ja viem, hej...ten model určite nezachytí ani polovicu rizika.*
- *Tomu by sme nemali dať rating.*
- *Rating dáme každému dealu. Mohli by ho štruktúrovať kravy, a aj tak by sme mu dali rating.*<sup>105</sup>

Dnes už legendárny prepis četového rozhovoru dvoch neidentifikovaných zamestnancov jednej z najdôležitejších ratingových agentúr Standard & Poor's, ktorí pracovali na pridelení ratingu hypotekárnym cenným papierom, je dobovým svedectvom, ako ratingové agentúry prispeli ku finančnej kríze. Mnohí však ich úlohu v celom finančnom divadle neodôvodnene nafukujú.

Ratingové agentúry, ktoré dávali aj hypotekárnym toaletným papierom investičný rating, urobili množstvo chýb,<sup>106</sup> za čo by mali byť patrične trhom potrestané. Analytickú prácu robili často ledabolo<sup>107</sup> a rating udeľovali skôr podľa požiadaviek klienta, než na základe poctivej analýzy podkladového aktíva alebo inštitúcie. Najvyšší investičný rating boli schopné dať štruktúrovaným hypotekárnym papierom bez toho, že by sa unúvali skontrolovať aspoň vzorku hodnotených hypoték<sup>108</sup> a zistiť, aká časť z nich je nesplácaná. AAA rating, aký majú napríklad bezrizikové štátne dlhopisy, tak mohol dostať aj vysokorizikový toxický hypotekárny odpad. Za takýto bezstarostný pohľad na riziká vo finančnom svete boli agentúry štedro odmeňované. Investičná banka, ktorej sekuritizované cenné papiere určené na predaj klientom dostali dobrý rating, dobre zaplatila a u agentúry si rada objednala aj ďalšiu prácu. Dobrý rating hýbal cenné papiere na sklade a prispieval k rastu zisku z poplatkov, z ktorého časť tiekla aj do ratingových agentúr. Rozčuľovať sa, že ratingové agentúry obalamutili ostatných aktérov na finančnom trhu, však nepomôže. Investičné banky obchodujúce s hypotekárnymi cennými papiermi nie sú babkou z kopaníc, ktorej úspory dobíja žoviálny mladý finančný poradca. Tvrdenie, že banky a investičné fondy s miliardovými súvahami a stovkami zamestnaných analytikov slepo verili ratingu, ktorý si kúpili od ratingovej agentúry, je absurdné. Ako keby som veril, že kúpením falošného vodičského preukazu som sa naučil šoférovať. Všetci vedeli, že za lepší rating sa platí vyššia cena.<sup>109</sup> Preto aj pri tých najhlúpejších finančníkoch je možné predpokladať aspoň náznak tušenia, že konečný získaný rating nie je daný iba kvalitou podkladového aktíva.

Pri kritike ratingových agentúr sa taktiež zabúda na regulačnú deformáciu trhu s ratingmi. Tým, že štátny regulátor stanovil, od koho rating pri svojich regulačných požiadavkách akceptuje a od koho nie, vytvoril kartel inštitúcií, na ktoré prestali pôsobiť trhové sily. Obmedzením konkurencie ratingových agentúr<sup>110</sup> došlo automaticky k poklesu kvality produktu a rastu jeho ceny. Finančné inštitúcie si ná-

sledne u tohto kartelu nakupovali rating nie ako reálny posudok rizikovosti aktíva, ale ako kolok, potrebný na splnenie regulačnej požiadavky. Prípadne ako poukážku na zníženie nákladov kapitálu cez regulačnú arbitráž, ktorá spočíva vo využití rozdielnych regulácií v rôznych regiónoch s cieľom znížiť množstvo povinne viazaného vlastného kapitálu. Tak napríklad európske banky nakupovali od AIG poistenie vo forme Credit Default Swapov na hypotekárne cenné papiere. Takéto poistenie od inštitúcie s AAA kreditným ratingom znížilo bankám povinnosť na objem vlastného kapitálu, ktorý museli držať voči týmto cenným papierom.

Ratingové agentúry sýtli existujúci dopyt v príjemnom prostredí štátom chráneného kartelu. Regulátor stanovil, že treba AAA cenné papiere. Banky zaplatili a ratingové agentúry ich dodali. To, že rating mal so skutočným rizikom podkladových aktív spoločné len málo, vedeli takmer všetci. A že ani zázrak sekuritizácie či niekoľkonásobného zabalenia do samostatných právnych entít nemôže spraviť AAA cenný papier z toho, čo obchodníci nazývali „klamárskymi úvermi“, mohol tušiť aj študent estetiky. Nieto samotné finančné inštitúcie alebo štátny regulátor. Tieňová finančná regulačná rada amerického think tanku AEI, usilujúca sa o zlepšenie regulácie finančného sektora, tento problém už v roku 2000 presne popísala a rovno varovala pred jeho následkami v podobe inflácie dobrých ratingov: *„Ak je primárnym klientom nového ratingu namiesto investora banka s cieľom splniť regulačné požiadavky, je pravdepodobné, že dôjde k zhoršeniu ratingových štandardov.“*<sup>11</sup> Štátny regulátor ani v tomto prípade nič nespravil.

## Náklady regulácie

Regulácie, rovnako ako iné intervencie do dobrovoľnej spolupráce ľudí, majú množstvo nezamýšľaných a nepredpokladaných dôsledkov. Tie idú často presne proti tomu cieľu, ktorý má regulátor sledovať. Deje sa tak aj v omnoho menej komplexných systémoch, ako sú finančné trhy. Každému je jasné, že esemeskovanie počas šoférovania znižuje pozornosť venovanú riadeniu vozidla, a preto ho treba zakázať. V troch zo štyroch amerických štátov, kde bol tento zákaz zavedený, následne narástol počet nehôd.<sup>12</sup> Dopravní experti si myslia, že prísne postihy vedú k tomu, že vodič, ktorý píše počas riadenia esemesku v snahe zabrániť tomu, aby ho policajt zvonka uvidel, drží telefón výrazne nižšie, ako by tomu bolo, keby zákaz neexistoval. A telefón pod volantom znamená, že vodičove oči nesledujú cestu ešte dlhší čas.

Súbory regulačných pravidiel vo finančnom sektore majú takýchto neželaných vedľajších efektov neúrekom. Jedna štátna intervencia vyvoláva celú sériu ďalších a ďalších zásahov, ktoré naprávajú to, čo predchádzajúce pokazili. Výsledkom je komplikovaná spleť pravidiel, v ktorých sa nevyznajú regulované subjekty, no ani samotný regulátor. Je takmer isté, že nikto z členov amerického Kongresu ne-



prečítal nový niekoľkotisícstranový súbor regulačných pravidiel finančného sektora, tzv. Dodd-Frankov zákon, prijatý po finančnej kríze. Prezident dallaského Fedu Richard Fisher odhaduje, že len na interpretáciu a implementáciu tohto zákona sa minie 24 miliónov človeko-hodín práce.<sup>113</sup> A to je na niečo, čo poriadne nefunguje, naozaj veľa. Už spomínané podvody v účtovníctve Enronu tiež neodhalil štátny regulátor, ale súkromný investor James Chanos, ktorý následne začal akcie spoločnosti predávať na krátko. Zákon Sarbanes – Oxley, ktorý vstúpil do platnosti po fiasku regulátora pri firme Enron, zaviedol pre verejne obchodovateľné firmy dodatočné ročné náklady vo výške 3,5 milióna dolárov.<sup>114</sup> Tieto reguláciou vyvolané náklady predstavujú celkom efektívnu bariéru pre vstup malých nových firiem na trh. Na takýto vedľajší efekt štátnej regulácie treba myslieť vždy pri tom, keď veľké zavedené firmy samy podporujú zavádzanie nových regulačných pravidiel.

Okrem toho, že je drahá, nefunguje a má nepredvídané účinky, má prítomnosť štátneho regulátora ešte ďalšiu negatívnu externalitu. Vyvoláva v ľuďoch falošný pocit bezpečnosti. Ostražitosť účastníkov trhu poklesne a najmä menej informovaní malí investori nadobudnú neopodstatnený pocit, že sú pred podvodmi chránení štátnymi agentúrami, a preto môžu poľaviť vo svojej podozrievavosti. To prispieva k prehnanej miere investícií či dokonca špekulácií zo strany neinformovaných laikov, ktorí by s akciami mali prísť do styku iba pri letných výpredajoch oblečenia. Veď keď to reguluje štát a zástupy úradníkov, ktorí dňom i nocou pracujú na tom, aby sa mi nič zlé nestalo, tak to musí byť bezpečné.

### Pred ďalšou krízou nás zachráni „lepšia“ regulácia!

Quis custodiet ipsos custodes? Kto bude regulovať regulátora?

Konečne treba začať regulovať poriadne. Zachráni nás viac a lepšej regulácie: *„Trhový model musí byť kombinovaný so silným a efektívnym štátom, a to tak na národnej ako na medzinárodnej úrovni, aby bolo možné vyrovnáť sa s kritickými výzvami, ktoré trhy nevedia dostatočne vyriešiť,“* hovorí okrem množstva sociálnych inžinierov aj Robert Rubin.<sup>115</sup> Predstava, že finančná kríza bola spôsobená neschopnosťou amerických regulátorov identifikovať problémy a synchronizovane proti nim postupovať, a že tento nedostatok odstránime väčším množstvom pravidiel a pozornejšími, múdrejšími a zodpovednejšími regulátormi, je nebezpečná utópia. Štátny regulátor nepotrebuje ešte viac a lepších pravidiel. Veď už pred krízou neuplatňoval a ignoroval tie existujúce. Americká centrálna banka spolu so SEC a ministerstvom financií dávno pred vypuknutím finančnej krízy vedeli o tom, že banky schovávajú svoje reálne zadlženie cez komplikované finančné transakcie a účtovné triky.<sup>116</sup> SEC vedel najneskôr od roku 1998, že investičné banky si pri sekuritizácii hypoték účtovnými podvodmi umelo nafukujú príjmy, a tým aj manažérske odmeny na úkor stability a dlhodobých príjmov inštitúcií, ktoré riadili.<sup>117</sup> Fed minimálne

od roku 1999 vedel o podvodoch v poskytovaní hypotekárnych úverov.<sup>118</sup> Rovnako vedeli o rizikách spojených s komplexnými finančnými produktmi pre finančný sektor.<sup>119</sup> Ukazuje to ich spoločná iniciatíva z roku 2004<sup>120</sup>: „*Intra-agentúrne vyhlásenie ku zdravým postupom v súvislosti so zvýšeným rizikom komplexných štruktúrovaných finančných aktivít*“, za ktorým nasledoval návrh zákona v roku 2006.<sup>121</sup>

Takéto aktivity sa nestretli u finančných inštitúcií s nadšením a bankám sa ich darilo úspešne bojkotovať. Príkladom je snaha o reguláciu rastu objemu podnikových cenných papierov krytých aktívami v roku 2004 povinnou garanciou bánk, ktoré ich emitovali. Táto iniciatíva bola nakoniec neúspešná, keďže všetkým bolo zrejmé, že banky, ktoré takéto emisie garantovali, nemali na pokrytie týchto garancií dostatok kapitálu.<sup>122 123</sup> Napriek vytvoreniu nových regulačných pravidiel sa bankám podarilo dotlačiť regulátora k takej interpretácii regulácie, že na tento trh nemala žiaden vplyv. Objem aktívami krytých cenných papierov ďalej dramaticky rástol, až kým neskolaboval s príchodom finančnej krízy.

Podobný osud môžeme očakávať aj pre prípadne novozavedené regulačné pravidlá vytvorené v novodobej snahe o nájdenie zlatého regulačného grálu. Z toho, ako je regulátor vymenovaný, platený a akým spôsobom funguje, vyplýva, že jeho reálne ciele sa nutne odlišujú od snahy chrániť peniaze daňových poplatníkov. V USA regulátori dokonca priamo nabádali banky na pokraji bankrotu, aby zakrývali ich skutočnú finančnú situáciu a pri zavádzaní ľudí im ochotne asistovali. Napríklad Darrel Dochow, zamestnanec amerického ministerstva financií a riaditeľ finančného dohľadu nad sporiteľňami s ročným platom 230 tisíc dolárov, odobril problematickej 32-miliardovej banke Indy Mac antedatovať vo výkazoch v roku 2008 kapitálovú injekciu o dva mesiace skôr, aby banka formálne splnila regulačné požiadavky na vlastný kapitál.<sup>124</sup> Vďaka tejto finte mohla banka ďalej bez obmedzení fungovať. Viedlo to napríklad k tomu, že za posledné dva mesiace pred svojím finálnym kolapsom v lete 2009 bola schopná na vysoké úroky pritiahnuť ešte 90 miliónov dolárov nepoistených vkladov (nad 100 tisíc dolárov) nič netušiacich ľudí, ktorí sa spoliehali na štátnu reguláciu bankového systému. Následne o tieto peniaze prišli. Nepoistení vkladatelia nakoniec stratili v tomto jednom z najväčších bankových bankrotov v americkej histórii viac než 230 miliónov dolárov. Dochow podobne pomohol ešte prinajmenej štyrom ďalším bankám. Nešiel za to do basy, ale do štátom plateného dôchodku.

V roku 2004 varovala pred „epidémiou hypotekárnych podvodov“, ktorá môže vyústiť do obrovských strát pre banky a následnej finančnej krízy, dokonca aj FBI.<sup>125</sup> Koncom roku 2004 newyorský Fed vymenoval komisiu, ktorá mala vyšetriť, či sú ceny nehnuteľností skutočne nafúknutou bublinou. Bublinu necelé dva roky pred jej prasknutím nenašli: „*Rýchly rast cien domov od polovice 90-tych rokov vyvolal obavy, že v tejto kategórii aktív je bublina a že ceny domov sú náchylné na kolaps, ktorý by mohol poškodiť americkú ekonomiku. Detailnej analýze amerického trhu nehnuteľností posledných rokov sa ale nepodarilo nájsť dôvody pre takéto obavy. Oživenie*

*v cenách nehnuteľností možno z veľkej miery pripísať silným trhovým fundamentom: ceny domov sa v podstate vyvíjali v súlade s rastúcim rodinným príjmom a klesajúcimi nominálnymi úrokmi na hypotékach,*“ píše v súhrne autori.<sup>126</sup>

Na predkrízovej spolupráci finančného sektora s politickou triedou a ich regulátormi sa toho veľa nezmenilo. Prax potvrdzuje, že aj po finančnej kríze a dôraze na „novú lepšiu reguláciu“ si vlastnú reguláciu píše samotné banky.<sup>127</sup> Ťažko si možno predstaviť, že v demokratickom zriadení nebude mať extrémne bohatý privilegovaný sektor vplyv na to, aké pravidlá sa v krajine vymáhajú. Základný problém regulácie fungovania samotného regulátora nevyriešia iné, lepšie pravidlá regulácie. Pravidlá, nech sú ich tisíce, sa dajú ohýbať, dezinterpretovať či ignorovať. Keď chcú inteligentní dospelí ľudia riskovať peniaze v snahe zarobiť, potom im v tom nikto a nič nezabráni. Aby nás nemuselo trápiť, aké to bude mať následky, treba im zobrať z rúk našu kreditku v podobe štátnych garancií bankovému sektoru a odstrániť jeho privilegované postavenie pred zákonom.

## Chýba kapitalistické peklo

Viac pravidiel nepomôže. Naopak, treba ich zásadným spôsobom redukovať. Tých niekoľko, ktoré zostanú, však treba vymáhať za každú cenu. Tento základný súbor najdôležitejších pravidiel regulujúcich nezodpovedné správanie sa volá vlastnícke práva. Bránia konaniu, ktoré poškodzuje ostatných, a garantujú, že kapitalista zlízne nielen zisk, ale i prípadnú stratu. Tak ako kresťanstvo nemôže fungovať bez pekla, nemôže kapitalizmus fungovať bez bankrotu.<sup>128</sup> Jedinou efektívnou reguláciou rizikového správania trhových aktérov je hrozba straty, prípadne bankrotu. Vedomie ich existencie vedie k ostražitosti a zvýšenej kontrole použitia prostriedkov. Zázraky samoregulácie možno vidieť všade okolo nás. Emergentný poriadok, ktorý vyvstane bez akéhokoľvek dirigizmu a dizajnu zvrchu, iba na základe motivácií jednotlivých aktérov, je prekvapivý pre ľudí, ktorí chcú neustále zasahovať do životov iných ľudí a zachraňovať ich pred nimi samými. Mnohí mu neveria napriek tomu, že sami množstvo zdola a neriadene vzniknutých pravidiel dodržiavajú. Na sviatočnom rodinnom obede nahlas nemľaskajú napriek tomu, že na to neexistuje regulácia a štátny dohľad s úradníkmi. Snaha dosiahnuť zisk a prežitie podnikateľa je spojená s množstvom opakovaných transakcií, v rámci ktorých si nemôže dovoliť zákazníkov podvádzať a okrádať. Obchodný reťazec nepredáva lacné produkty primeranej kvality preto, že existujú zákon, ktorý by mu tak nakažoval, a armáda úradníkov, ktorí dohliadajú na jeho dodržiavanie. Musí tak robiť preto, lebo inak by u neho ľudia prestali nakupovať a následne by zbankrotoval. Reputácia a spokojnosť zákazníkov sú preto mocným nástrojmi samoregulácie trhových subjektov. Čisto na reputácii postavený systém obchodovania úplne neznámych ľudí v podobe Ebay alebo iných platforiem vznikol napriek tomu, že mnoho



ekonómov to považovalo za nemožné. Vymiznutie negatívnych efektov zbytočnej regulácie ilustrujú príklady, ako odstránenie akejkoľvek dopravnej signalizácie na rušných križovatkách v Dánsku, Nemecku alebo vo Veľkej Británii. Vypnutie semaforov a odstránenie značiek viedlo k výrazne lepšej priechodnosti týchto experimentálnych úsekov a k radikálnemu poklesu dopravných nehôd. Celkovo sa doprava stala na týchto miestach bezpečnejšou vďaka tomu, že každý jeden jej účastník sa zrazu začal cítiť menej bezpečne než predtým, keď bolo všetko jasné vďaka semaforom a značkám o prednosti v jazde. To isté treba opäť dosiahnuť vo finančnom sektore. Kým sa nebudú opäť báť banky, musia mať za nich strach daňoví poplatníci.

### Globálna záplava úspor a vznik nerovnováh

*Džlny sú z Číny aj člny sú z Číny*

*Plastové obaly na odnos špiny*

*Plyny sú z Číny, rlny sú z Číny*

*Veterné mlyny? Aj tie sú z Číny.*

*Všetko je z Číny!*

~ Úryvok textu z piesne skupiny ČAD „Všetko je z Číny“

autor textu Štefan Chrappa

Krízu spôsobili chudobní Číňania. Prispeli aj Rusi a iné rozvíjajúce sa krajiny profitujúce z rastúcej ceny ropy. Tí priveľmi šetrili a príliš málo spotrebovávali. Ich exporty vytvorili obrovské prebytky bežných účtov obchodnej bilancie na úkor deficitov západného sveta. Svet zaplavili lacnými hračkami a ropou a za utržené peniaze nenakúpili dosť áut HUMMER, BMW a gréckej fety. Namiesto tradičných dlžníkov sa z nich stali exportéri finančného kapitálu. More úspor spod ich matracov zalialo svetové finančné trhy, čo viedlo k poklesu dlhodobých úrokov, zlacneniu hypoték, rozmachu špekulácií a bubline v amerických domoch.

Zákerní sporitelia z ekonomicky relatívne malých rozvíjajúcich sa podkapitalizovaných krajín položili na lopatky rozvinutý západný svet tým, že ho doviedli k prílišnej spotrebe a nafúkli ceny ich aktív? To je podobné, ako keby som z mojej nadváhy obviňoval predavača v potravinách a z opice po divokej zábave pestovateľov sliviek. Napriek tomu, že to laikom neznie presvedčivo, ide o v ekonomických kruhoch populárny názor ohľadom toho, čo sa vlastne so svetovou ekonomikou pred krízou dialo.<sup>129</sup> Keď chceme zistiť, čo sa deje so svetovými úsporami, nemôžeme sa dívať na prebytky či deficity bežných účtov jednotlivých krajín. Ich celosvetový súčet sa vždy rovná nule. Deficit jednej krajiny musí byť prebytkom inej krajiny. O celosvetových úsporách, ktoré sú zadané v národných účtoch ako príjem, ktorý sa neminie na spotrebu, nám preto stav bežných účtov vybraných krajín nepovie nič. Ale ak sa pozrieme na mieru celosvetových úspor v percen-

tách svetového hrubého domáceho produktu, zistíme, že v rokoch vzniku bubliny v amerických nehnuteľnostiach bola dokonca nižšia, než bol priemer za predchádzajúcich 15 rokov. V porovnaní s produkciou sa šetrilo menej, nie viac. Globálna záplava úsporami je výmysel. Navyše americká bublina praskla práve v čase, keď sa svetové úspory konečne dostali nad dlhodobý priemer.

Čínske úspory však vskutku rástli. Z rýchlo bohatnúcej Číny sa v predkrízovej dekáde stala krajina s najväčším exportom kapitálu. Číňania si ukladajú 30% namiesto 5% z príjmu, ako je zvykom vo vyspelých ekonomikách. To, že Číňania sporia vo väčšej miere, nie je prekvapivé. Ak nemáte štátom garantovaný dostatočne vysoký dôchodok a zdravotnú starostlivosť platíte z veľkej časti z vrečka, máte vyššiu motiváciu odkladať si. Ďalším faktorom je „úspech“ politiky jedného dieťaťa, ktorý radikálne znížil počet detí mestskej populácie v priemernej rodine z troch v roku 1970 na 1,2 v roku 1982. Deti, ktoré sa nenarodili, nebudú svojim príjmom podporovať rodičov na dôchodku.<sup>130</sup> Navyše v čínskom HDP je výrazne podhodnotená domáca spotreba. Myslíte si, že cestoviny zjedené u pouličného predajcu, ostrihané vlasy na trhu a stráženie deti známou sa naplno dostanú do oficiálnych štatistík? V západných krajinách s omnoho väčšou pravdepodobnosťou. Toto podhodnotenie spotreby vyvoláva ilúziu, že Číňania sú chudobnejší než v skutočnosti sú a zároveň nafukuje pomer úspor ku spotrebe.

Rýchlo bohatnúca Čína časť úspor schovávala do amerických dlhopisov a amerických dolárov. Preto prispela k poklesu amerických úrokov. No bublinu v nehnuteľnostiach nemôžeme vysvetliť rastúcimi čínskymi úsporami. Empirickým problémom pre túto hypotézu, obľúbenú najmä u centrálnych bankárov, je načasovanie. Bublina sa v USA začala nafukovať v roku 2001 a praskla na prelome rokov 2006 a 2007. No v roku 2001 a jemu predchádzajúcich rokoch klesal prebytok bežného účtu Číny aj krajín exportujúcich ropu. V roku 2006 a 2007 zas rýchlo rástol. Čiže všetko naopak. Podivnosť predstavy, že tieto krajiny zaplavili USA kapitálom, ilustruje aj pohľad na hrubé toky kapitálu do USA. Viac než polovica prichádzajúceho kapitálu prichádzala z Veľkej Británie či eurozóny a nie prebytkových krajín Ázie. Veľká Británia bola hlavným exportérom kapitálu do USA napriek tomu, že mala v tom čase deficit obchodnej bilancie. Obrovský nárast pohybu kapitálu medzi Európou a Amerikou v predkrízovom období bol prejavom globálneho predkrízového boomu v dlhu. Nie prebytky obchodných bilancií, ale mohutný rast úverovania zaplavil USA finančným kapitálom. A v týchto finančných orgiách nehrali prvé husle Číňania, ale európske banky.

## Ceny v USA kontroluje Fed a nie čínsky sporiteľ

Globálna záplava úsporami ako príčina finančnej krízy nedáva zmysel ani z teoretického hľadiska. Úrok a ceny aktív neovplyvňuje ani tak rozdiel medzi príj-

mom a spotrebou za jeden konkrétny rok, ale celkové množstvo kumulovaných úspor v ekonomike. A hlavne manipulácia úrokov centrálnymi bankami. Napriek reálnemu rastu bohatstva a tým aj úspor rozvíjajúcich sa krajín v posledných dekádach nie je jasné, ako by tento kapitál mohol nafukovať ceny aktív v Amerike, ktoré sú v dolároch. Množstvo dolárov a tým aj dolárové ceny z veľkej miery kontroluje americká centrálna banka a nie sporitelia vo svete. Na to, aby čínsky sporiteľ nafúkol svojimi jüanmi cenu americkej nehnuteľnosti, musí od niekoho iného najprv získať doláre. Ak sa mu to podarí a dom v Kalifornii alebo americké dlhopisy nakoniec nakúpi, tieto doláre musia v danom momente chýbať v inom použití. Jeden dolár sa nedá minúť naraz na rôznych miestach. Hranične síce narastie cena domov či dlhopisov vplyvom nového čínskeho dopytu, ale za dané obdobie by mala zároveň hranične klesnúť cena iných statkov, ku ktorým sa tieto doláre nedostali. Nech je to ropa, cena akcií alebo spotrebných statkov. Efekt na všetky ceny v americkej ekonomike musí byť neutrálny, čiže rast niektorých cien musí byť kompenzovaný proporcionálnym poklesom iných cien. Teda za predpokladu konštantného počtu transakcií v čase s jednou peňažnou jednotkou a najmä stabilného počtu dolárov v obehu. A presne tu je pes zakopaný.

Hypotéza prebytku úspor rozvíjajúcich sa krajín, ktorý mal viesť k poklesu úrokov a bubline v nehnuteľnostiach, sa snaží maskovať to, čo v danom období robili hlavné svetové centrálné banky. V USA rástli naraz aj ceny nehnuteľností, aj ceny ropy, aj ceny dlhopisov, akcií, spotrebných statkov, školného, zdravotného poistenia. Všetkého naraz. Masívna produkcia nových dolárov americkým Fedom v deväťdesiatych rokoch a po prelome tisícročí nadobro zatieni rast finančných úspor rozvojového sveta za toto obdobie. Prečo sa hodnota amerického dolára v predkrízovom období medzi rokmi 2001 – 2008 prepadla o 41%, keď po dolárových aktívach údajne existoval vysoký dopyt?

Nie Čína, ani Rusko, ale Alan Greenspan znížil základné dolárové úroky z 6,5 až na 1%, vpustil do systému tisícky miliárd dolárov nového finančného kapitálu. Centrálna banka stlačila krátkodobé úroky na takú nízku úroveň, že po odčítaní rastu cien boli negatívne. Iba za tri roky medzi 2001-2003 zvýšil Fed peňažnú zásobu o 35% a vo svete zrazu pribudlo 1 700 miliárd nových dolárov,<sup>131</sup> ktoré sa snažili nájsť aspoň ako tak výnosný domov. To je viac než celoročné HDP Číny v tomto období. Rovnako rýchlo ako množstvo dolárov však nenarástli reálne úspory v podobe ozajstných spotrebných alebo kapitálových statkov. Peňažné žetóny – finančný kapitál sa tak odtrhol od reálneho kapitálu. Úvermi financované bubliny nafukujú znižovaním úrokov hlavne centrálné banky a nie dovoz kapitálu súvisiaci s deficitom obchodnej bilancie. To vysvetľuje, ako môžu bubliny v aktívach zažiť aj krajiny s obrovskými prebytkami obchodnej bilancie. Napríklad Čína medzi rokmi 1997 – 2000, Brazília v období 2003 – 2007 alebo matka všetkých prasknutých bublín Japonsko v období pred stratenými dekádami.<sup>132</sup> A čo tá kopa amerických dolárov a amerických dlhopisov, ktorú Číňania za tie roky nahromadili? Nie sú



tri tisícky miliárd dolárov čínskych rezerv v amerických aktívach krvou na rukách menového manipulátora, ktorý sa snažil získať výhodu pre svojich exportérov na úkor zvyšku sveta? Áno, to je to, čo tvrdí americká administratíva. No ako na všetko, aj tu existuje iný pohľad. Na tie isté fakty sa dá napasovať aj iná interpretácia, ktorá však do výrazne horšieho svetla stavia práve USA.



## Čínsko-americká menová únia a podivný papierový poklad

Čína dlhodobo viazala svoju menu na americký dolár, no opakovane tento pevný pomer devalvovala. Prepád hodnoty jüanu našiel svoje dno v roku 1994. Od roku 1997 zmeny pevnej väzby prestali a Čína držala až do júla 2005 pevný pomer 8,3 jüanu za jeden dolár. V 90. rokoch bola táto neskôr rýchlo rastúca ekonomika ešte stále extrémne chudobnou krajinou, ktorej chýbala dôvera zahraničných investorov. Po ázijskej kríze v roku 1997 zmizla veľká časť ochoty investorov riskovať svoje peniaze vo finančných systémoch rozvíjajúcich sa ázijských krajín. Zahraničné investície sa prepadli a ázijské krajiny sa snažili vzniknutú situáciu riešiť. Jedným spôsobom bola zodpovedná fiškálna politika, čiže eliminácia deficitov verejných financií a naopak vytváranie prebytkov. Druhým bolo previazanie lokálnej meny na menu najväčšej a najstabilnejšej ekonomiky sveta.

Rozhodnutie chrániť pevnú väzbu domácej na cudziu menu<sup>133</sup> je outsourcingom monetárnej politiky na centrálnu banku inej krajiny. Na toto usporiadanie sa dá nazerať ako na formu menovej únie. Vďaka pevnej väzbe obe krajiny používajú z ekonomického hľadiska v podstate tú istú menu. Takto previazané meny majú síce rozličné mená a inak vyzerajúce bankovky, no vzájomne nemeniaci sa kurz. Deklaráciou udržiavať stanovený pomer čínskeho jüanu k doláru dala Čína americkému Fedu do rúk kontrolu nad svojou peňažnou zásobou. Keď Američania začali s masívnou infláciou, museli Číňania pre to, aby udržali cieľový pomer a aby sa ich mena voči doláru neposilnila, vytlačiť zodpovedajúce množstvo nových jüanov.

Takéto prepojenie mien má zaujímavé ekonomické efekty. Keď čínsky exportér dostal milión dolárov za kopu hračiek od amerického supermarketu, devízy bol nútený predať čínskej centrálnej banke za novovytvorené jüany v dohodnutom kurze. Namiesto toho, aby centrálna banka americké doláre púšťala späť do obehu ich predajom na devízových trhoch v snahe zabrániť oslabovaniu dolára voči jüanu, postupne ich hromadila. Na rozdiel od krajiny so samostatnou menovou politikou sa peniaze novovytvorené centrálnou bankou pri udržiavaní pevnej väzby na zahraničnú menu nedostávajú do ekonomiky štandardnou cestou, teda najmä prostredníctvom úverov komerčných bánk rôznym podnikateľom, ale tečú najprv cez exportérov. Preto v prípade Číny z inflácie peňažnej zásoby profitujú na úkor zvyšku obyvateľstva najmä exportéri.<sup>134</sup> Tí môžu novými peniazmi nakupovať za

staré ceny, ktoré ešte nereflektujú nárast peňažnej zásoby. Kým sa nové juany dostanú aj do rúk ostatných ľudí, ceny už budú vyššie. Takáto umelá podpora exportérov potom vytvára nadbytočné exportné kapacity a ochudobňuje domácich spotrebiteľov. Zároveň posilňuje motiváciu exportérov lobovať za udržanie väzby, aj napriek jej zjavnej nevýhodnosti pre väčšinu obyvateľstva krajiny.

S rastúcim exportom do USA preto Číne zároveň rástla peňažná zásoba, čo viedlo k domácejmu rastu cien. Ak by čínska centrálna banka väzbu uvoľnila, rastúci export by tlačil na rast kúpnej sily juanov a porušenie pevnej väzby. Veľká časť hodnoty vytvorenej čínskym exportom sa v podobe amerických dolárov a amerických dlhopisov hromadila v čínskej centrálnej banke. Kúpna sila čínskych miezd, domáci dopyt a životná úroveň Číňanov vďaka štátnemu riadeniu meny rástli pomalšie, ako mali. Nafukujúci sa deficit bežného účtu obchodnej bilancie Ameriky a prebytok Číny po roku 2004 boli jedným z prejavov bubliny vyvolanej expanzívnu monetárnou politikou americkej centrálnej banky a nie jej príčinou. Prehnaný optimizmus vyvolaný monetárnym ópiom viedol k rastúcej spotrebe Američanov, ktorí zrazu nakupovali omnoho viac plastových hračiek pre deti či elektronických hračiek pre dospelých. Zrýchlený export viedol k zrýchlenej kumulácii amerických dolárov Čínou a dolárových aktív. Prvotný úmysel získať dôveru zahraničných investorov Čínu neospravedlňuje, že v tejto pomýlenej merkantilistickej politike pokračovala. Čína touto monetárnou politikou dotovala americkú spotrebu a americké verejné výdavky, napríklad v podobe rôznych vojnových konfliktov na úkor blahobytu vlastných obyvateľov. Tým, že Američanom predávala hodnotné ekonomické statky výmenou za papierové bankovky alebo, ešte horšie, za prísluby týchto bankoviek v budúcnosti cez držbu amerických štátnych dlhopisov. Kumuláciou tohto podivného amerického papierového pokladu v objeme 3 300 miliárd amerických dolárov sa Čína dostala do situácie, v ktorej jej prípadný prepád ceny amerických dlhopisov a strata hodnoty amerického dolára spôsobí obrovské straty. Preto sa v poslednom čase snaží svoje rezervy viac diverzifikovať nákupom iných mien či fyzických aktív po celom svete. Americký dolár tak je síce americkou menou, ale napriek posledným snahám zostáva aj čínskym problémom.

### **Predátorski dlžníci?**

Za vytvorenie bubliny na trhu amerických nehnuteľností, jej prasknutie a následnú finančnú krízu môžu najmä dlžníci, ktorí mylnými informáciami o svojom príjme a majetku zavádzali nič netušiacich veriteľov. Hypotekárni agenti a následne hypotekárne agentúry spolu s bankami skupujúcimi a agregujúcimi jednotlivé hypotéky preto nemohli správne odhadnúť schopnosť drobných dlžníkov splácať svoje hypotéky. Dlžníci využili to, že v USA sa pri hypotékach väčšinou ručí výlučne nehnuteľnosťou. Pri prvých problémoch s úhradou splátok sa zo svojich príliš

veľkých a okázalých, hypotékou zadlžených domov dlžníci vysťahovali a veľkú časť straty prenechali finančnému sektoru.

Táto interpretácia krízy a obvinenie predátorských dlžníkov stavia na hlavu tradičný pohľad na informačnú asymetriu vo finančnom systéme. V tomto prípade má údajne navrch drobný a rádovo chudobnejší klient, ktorý zneužije to, že o svojich zámeroch a schopnostiach splácať vie výrazne viac než poskytovateľ hypotéky. Nepriaznivý výber klientov bánk robí spolok hlupákov z relatívne sofistikovaných finančných inštitúcií pôsobiacich na trhu s hypotékami. Nezamestnanému Jimovi s ukončenou základnou školou, ktorý pravidelne dopláca na svoju neznalosť tým, že finančnému sektoru platí privysoké poplatky či štedré úroky za prečerpanie kreditky, sa zrazu podarilo prekabátiť analytické oddelenia finančných inštitúcií so stámiliónovými obratmi? To neznie príliš pravdepodobne.

Ak však neboli hypotekárni agenti podvedení veriteľmi a sami dobre vedeli o pochybnej bonite svojich hypotekárnych klientov, ako je možné, že hypotéky napriek tomu poskytovali? Prečo okamžite a ľahko našli väčšieho hlupáka, ktorý do nich ochotne investoval? Nesplácaná hypotéka pre nedostatočné príjmy dlžníka nemusí automaticky predstavovať stratu pre veriteľa. Za predpokladu neustále rastúcich cien podkladových nehnuteľností sa veriteľovi môže oplatiť držanie aj problematickej hypotéky. Ak ceny domov medziročne narastú napríklad o 10%, tak aj napriek tomu, že vám dlžník po roku prestane splácať stopercentnú hypotéku, zarobíte. Predaj zhodnoteného domu, ktorým je hypotéka krytá, viac než kompenzuje ušlý úrok a náklady spojené s jej poskytnutím. Práve viera v neustály rast cien nehnuteľností vytvorila ponuku hypoték aj pre ľudí, ktorí by nemali dostať ani debetnú kartu. Preto sa objavilo také množstvo hypotekárnych reklám bánk cielených práve na nekvalitných, nízko bonitných dlžníkov z nižších sociálnych vrstiev. Mnoho sofistikovaných inštitucionálnych investorov nakupovalo hypotekárne cenné papiere napriek tomu, že dobre vedeli, že k nim nie je „kompletná dokumentácia“ alebo informácie o dlžníkovi chýbajú nadobro, čo bol jasný signál toho, že si nikto nekazil pracovný deň preverovaním príjmov a majetku dlžníka.

Spoliehanie sa na očakávaný pokračujúci rast cien nehnuteľností vysvetľuje aj to, prečo sa tak extrémne darilo najmä rizikovým hypotékam. Práve rizikové hypotéky dlžníkom s nízkou bonitou najviac profitovali z neustáleho rastu cien nehnuteľností, keďže práve u nich bolo predtým riziko výpadku príjmu dlžníka hlavnou prekážkou na ich poskytnutie. Prípadný výpadok v splátkach poistila viera v rast ceny domu, na ktorý bola hypotéka poskytnutá. U bonitných klientov s vysokým príjmom a úsporami sa na cenu založenej nehnuteľnosti nebolo nikdy treba spoliehať, preto jej očakávaná zmena nemala v tomto sektore taký významný efekt na expanziu úverov.<sup>135</sup>

Investičné banky a mnohí iní investori si veľmi dobre uvedomovali riziká, ktoré vyplývali z poskytovania a držania rizikových hypoték, akurát väčšina verila, že rastúce ceny domov ich dostatočne vykryjú. Achillovou pätou hypotekárneho



boomu sa preto stal prípadný pokles cien nehnuteľností, ktorý by zrušil očakávanú poistku príliš štedrých veriteľov. Investičná banka Lehman Brothers, ktorá zbankrotovala v roku 2008, vychádzala pri odhadoch strát z investícií do rizikových hypotekárnych cenných papierov v auguste 2005 zo základného scenára,<sup>136</sup> ktorý počítal so spomalením medziročného tempa rastu cien domov ku koncu roka na 5%, pričom takto mali ceny domov rásť v nasledujúcich troch a viac rokoch. Základnému scenáru pripisovala 50-percentnú pravdepodobnosť. Pesimistický scenár počítal so stagnáciou cien nehnuteľností v ďalších troch rokoch a s 5-percentným rastom v nasledujúcich rokoch. Nezabudli ani na katastrofický scenár, ktorý dostal príznačný názov „kolaps“. Lehman Brothers si pod kolapsom predstavovali 5-percentný pokles cien nehnuteľností v nasledujúcich troch rokoch s následným rastom 5 percent v rokoch do konca životnosti portfólia. Pravdepodobnosť takého katastrofického scenára bola podľa nich 5 percent. Dnes vieme, že až realita po roku 2007 dala pojmu „kolaps“ ten správny obsah. Ceny nehnuteľností v troch rokoch nasledujúcich po tejto predpovedi klesli o viac než 30%<sup>137</sup> a potom niekoľko rokov stagnovali. A Lehman Brothers aj vinou strát z nebonitných hypoték už neexistuje.<sup>138</sup> Lehmani neboli výnimkou. Možnosť výraznejšieho poklesu cien nehnuteľností si nepripúšťal takmer nik.

### Predátorskí veritelia!

Vďaka mylnému očakávaniu rastu cien nehnuteľností v budúcnosti a lacným úverom na trhu chceli veritelia poskytnúť hypotéku každému, komu bilo srdce a vedel sa podpísať. Nejednen poskytovateľ preto ochotne ignoroval nedostatočný príjem žiadateľa o úver a hypotéku poskytol. Dnes sú NINJA<sup>139</sup> hypotéky, keď úver na dom dostal človek bez akéhokoľvek overenia príjmu či majetku, už legendárne. Hypotekárni agenti niekedy sami vyplňali žiadosti o hypotéku namiesto klienta vymyslenými údajmi, len aby nebola systémom zamietnutá a úver mu mohli poskytnúť. Hypotéky skupované agentúrami Fannie Mae a Freddie Mac museli splňať aspoň niektoré základné požiadavky.

Ďalším dôkazom o agresívnom a neférovom postupe finančných inštitúcií voči klientom má byť predkrízová popularita hypoték s variabilným úrokom (Adjustable Rate Mortgages – ARMs). Tento druh hypotéky začínal s fixným úrokom, ktorý sa po dohodnutom období upravil na variabilný, odvíjajúci sa od momentálnej trhovej úrovne. To v prípade hypoték poskytnutých pred krízou zvyčajne znamenalo jeho rast, keďže sa medzičasom zvýšili úroky vďaka zvyšovaniu základnej sadzby centrálnou bankou. Najmä nízkobonitným hypotekárnym dlžníkom tak mohli z roka na rok úroky poskočiť aj o 4 percentuálne body, čo bolo relatívne zvýšenie úrokových nákladov aj o 50%.<sup>140</sup> Niektoré ARM hypotéky umožňovali dlžníkom na začiatku obdobia trvania úveru úľavu na platbách časti úroku a presun tejto ťarchy

do budúcnosti tým, že sa tento počiatočný výpadok pripísali k istine.<sup>141</sup> Kuriozitou z hľadiska naivnej predstavy o možnosti „dobrej“ regulácie je, že na ARM hypotéky nenabádali ľudia iba „zlé“ banky, ale aj štátny regulátor ústami vtedajšieho šéfa Fedu Alana Greenspana. Začiatkom roka 2004 mu asi začali prekážať aj zvyšky zdravého skepticizmu a zodpovedného konzervativizmu na hypotekárnom trhu. Ľudí verejne poučil o tom, že keby sa tak staromódne nebáli výdavkových šokov z možného rastu úrokov v budúcnosti, mohli by podľa ekonomických výskumníkov z Fedu variabilnými sadzbami ušetriť desiatky tisíc dolárov. Preto staromódne „hypotéky s fixným úrokom môžu byť drahým spôsobom financovania domu“, uzavrel Greenspan. Vzhľadom na to, že v nasledujúcich dvoch rokoch zo svojej funkcie šéfa Fedu zvýšil úrok spolu 17-krát dohromady o 350 percent, išlo o krutý kanadský žartík. Kto na výzvy štátneho regulátora nedbal a spravil presný opak, čiže úrok si v tom období zafixoval, ušetril veľa peňazí.<sup>142</sup>

Môžu teda za krízu paŕaví finančníci, ktorí zneužili túžbu nič netušiacich ľudí „bývať vo svojom“ a to čo najväčšom? Nadbiehanie pri úverovaní automaticky nerobí z veriteľov hypotekárnych predátorov zneužívajúcich postavenie a nevedomosti dlžníka na svoje obohatenie. Akceptácia hypotéky je dobrovoľná transakcia. Dlžník, ktorý ju získa napriek tomu, že ju pravdepodobne nebude schopný v budúcnosti splácať, je v tomto prípade často ochotnou obeťou. Jeho riziko je obmedzené výškou splátok, ktoré zaplatí predtým, než od záväzku odíde. A dovtedy môže bývať v dome, na ktorý v skutočnosti nemá.

### **Prirodzený experiment vplyvu predátorov na dlžnícky ekosystém**

*Do akej miery mohli za zlyhané hypotéky v USA podvody zo strany veriteľov pri vyplňaní žiadostí klientov o poskytnutie úveru, umožnil aspoň približne odhadnúť jeden prirodzený experiment.<sup>143</sup> Vo vybraných štvrtiach Chicaga bol v roku 2006 zavedený program povinných hypotekárnych konzultácií pre rizikových dlžníkov. Štát Illinois sa týmto pilotným projektom snažil zabrániť predátorským praktikám pri poskytovaní úverov a zabezpečiť, aby hypotekárni agenti neobchádzali regulácie zamerané na ochranu dlžníkov pred úvermi, ktoré nebudú schopní splácať. Konzultácie viedli k odradeniu takmer polovice žiadateľov od plánovanej hypotéky. Aj takáto radikálna intervencia viedla k zníženiu počtu zlyhaných úverov v tejto oblasti iba o jednu tretinu. Podľa autorov štúdie, analyzujúcej experiment, predátorské veriteľské praktiky významne nezvyšovali počet zlyhaných úverov.<sup>144</sup> Nazývať ktorúkoľvek zo strán hypotekárneho vzťahu predátorom vychádza skôr z predpojatosti a stereotypov komentáto-*

*ra, než z pozorovania reality. Potvrdil to aj osud experimentálnych konzultácií. Z pôvodne plánovaných štyroch rokov program vydržal len 20 týždňov. Po sťažnostiach hypotekárnych brokerov, realitných maklérov, staviteľov domov a dokonca samotných zástupcov miestnych komunít bol po 1 200 konzultáciách zastavený. Podnikatelia sa sťažovali, že im kazí biznis. Komunita sa sťažovala, že program je diskriminačný pre minority žijúce v týchto oblastiach a sťažuje im prístup k hypotékam.<sup>145</sup> Táto pre mnohých prekvapivá spolupráca predátorských veriteľov s predátorskými dlžníkmi umožnila, aby mohli pokračovať klamstvám a podvodmi vo vyplňaní hypotekárnych prihlášok a predstieraní budúcej schopnosti dlžníka hypotéku splácať.*

~~~~~

Ak máme lákavejšie podmienky na poskytnutých úveroch skutočne považovať za dôkaz agresivity a bezcitnosti veriteľa, potom je jedným z najväčších predátorov samotný štát. Plošne dotuje napríklad hypotéky pre mladých. Spomínané ARM hypotéky s presunom splácania úrokov do budúcnosti či hypotéky bez dokladovaného príjmu, existovali už dávno pred krízou a predtým ich zo škodlivosti nikto neobviňoval. Existuje množstvo ľudí, ktorí si dlhodobý charakter hypotekárneho dlhu dostatočne neuvedomovali a dali sa zlákať úrokmi zníženými centrálnou bankou či neodolateľnými ponukami finančných inštitúcií. Po tom, ako Fed začal dvíhať úroky, zistili, že taký vysoký dlh nie sú schopní obsluhovať, a prišli problémy so splácaním. Buď prišli o bývanie, alebo zostali s dlhom vyšším, ako bola cena kúpeného domu. No tak, ako tieto chyby nemožno hodiť čisto na dlžníkov, rovnako vinu za zlyhané úvery nemožno hodiť na chrbát výlučne finančnému sektoru. Najväčšie straty padli práve na finančné inštitúcie, ktoré hypotéky poskytovali, sekuritizovali či držali.<sup>146</sup> Skôr ako predátorom boli veritelia nakoniec zožratou kozou.

### Zmizla chamtivosť, vytratila sa investičná žiadostivosť

Niektoré teórie o tom, prečo sme svedkami hospodárskeho cyklu, hovoria o šokoch v ponuke, napríklad v podobe náhlych zmien v technológiách, úpravách pracovného práva či o raste cien ropy, ktoré spôsobujú problémy v produkcii tovarov a služieb. Keynesiánske vysvetlenie krízy sa sústreďuje na druhú stránku mince, hovorí o miznúcom dopyte. Prepad cien nehnuteľností, ktorý priviedol finančný sektor na pokraj kolapsu, nebol následkom nevyhnutného prasknutia bubliny, ale prejavom dopytového šoku. Zrazu zmizol hlad firiem po rizikových výnosných projektoch, smäd politikov po rozšafných výdavkových politikách a túžba domácností míňať peniaze na lepší život. Celospoločenské spotrebné a investičné libido nazývajú keynesiáni „živočíšnymi pudmi“. Rozmarné a neracionálne kolísanie ich



intenzity vedie k šokom v celkovom dopyte, a tým aj k výkyvom v ekonomickej aktivite prejavujúcim sa vysokou nezamestnanosťou.

Pri tejto hypotéze si človek nemôže byť istý, či vyzdvihovaný pokles dopytu je príčinou a nie prejavom krízy. Prepád investičného nadšenia firiem a ochoty ľudí míňať je v kríze nepopierateľný. Pomenovanie si však nemôžeme mylíť s vysvetlením. Muža, ktorý dopadne na chodník, zabilo prudké spomalenie jeho pohybu a s ním súvisiace devastačné preťaženie. No to, že ho zabil dopad, nám nič nehovorí o tom, prečo z okna vypadol, prípadne, či mu niekto nepomohol. Keynesiáni tak odvolávaním sa na psychológiu otvorene deklarujú, že nevedia, čo hospodársky cyklus a bubliny v cenách aktív spôsobuje. To im nebráni v presadzovaní ich predstavy o tom, ako tento problém treba riešiť. Dobrá teória by mala vedieť vysvetliť, ako problém vznikol. Na zabránenie ďalších obetí nie je riešením všetky chodníky pod mrakodrapmi pokryť žinenkami, ale skôr treba zistiť, kto je vrah. Keynesiánska hypotéza vystrašeného agregátneho dopytu ignoruje nezdravý boom, veselú spotrebu na dlh, štrukturálne deformácie v podobe odviazaného rastu niektorých sektorov a divoké špekulácie finančných inštitúcií. V tom horšom prípade považuje tento neudržateľný predkrízový vývoj za normálny stav, ku ktorému sa za pomoci štátnych stimulácií treba čo najskôr vrátiť.

Psychologický stav ekonomických aktérov je dôležitý. Zlá nálada ovplyvňuje ochotu riskovať a investovať do vývoja nových tovarov a služieb či do zlepšovania produktivity. Treba však dodať, že nejaká miera skepsy a pesimizmu je na prežitie a prosperitu nevyhnutná. Samotná zlá nálada býva u ľudí sprevádzaná logickejšou argumentáciou a racionálnejším, emóciami menej ovplyvneným rozhodovaním. Pri keynesiánskej hypotéze, že za to môžu živočíšne pudy, otázkou stále zostáva, ako sa hromadné vytratenie investičnej odvahy či chamtivosti koordinuje. Je ťažké predstaviť si, čo prehupnutie z eufórie k extrémnemu pesimizmu v spoločnosti synchronizuje. Sú to fázy mesiaca? Negatívne správy v novinách či na sociálnych sieťach? Fluór vo vode či témy nedeľnej omše? Ideálnym podozrivým s výnimočnými koordinačnými schopnosťami sú peniaze. Predtým, než sa ku kritike keynesiánskych teórií detailnejšie vrátíme v časti o pokrízovom fiškálnom a monetárnom boji, pozrime sa, akú úlohu v kríze zohrali práve ony.

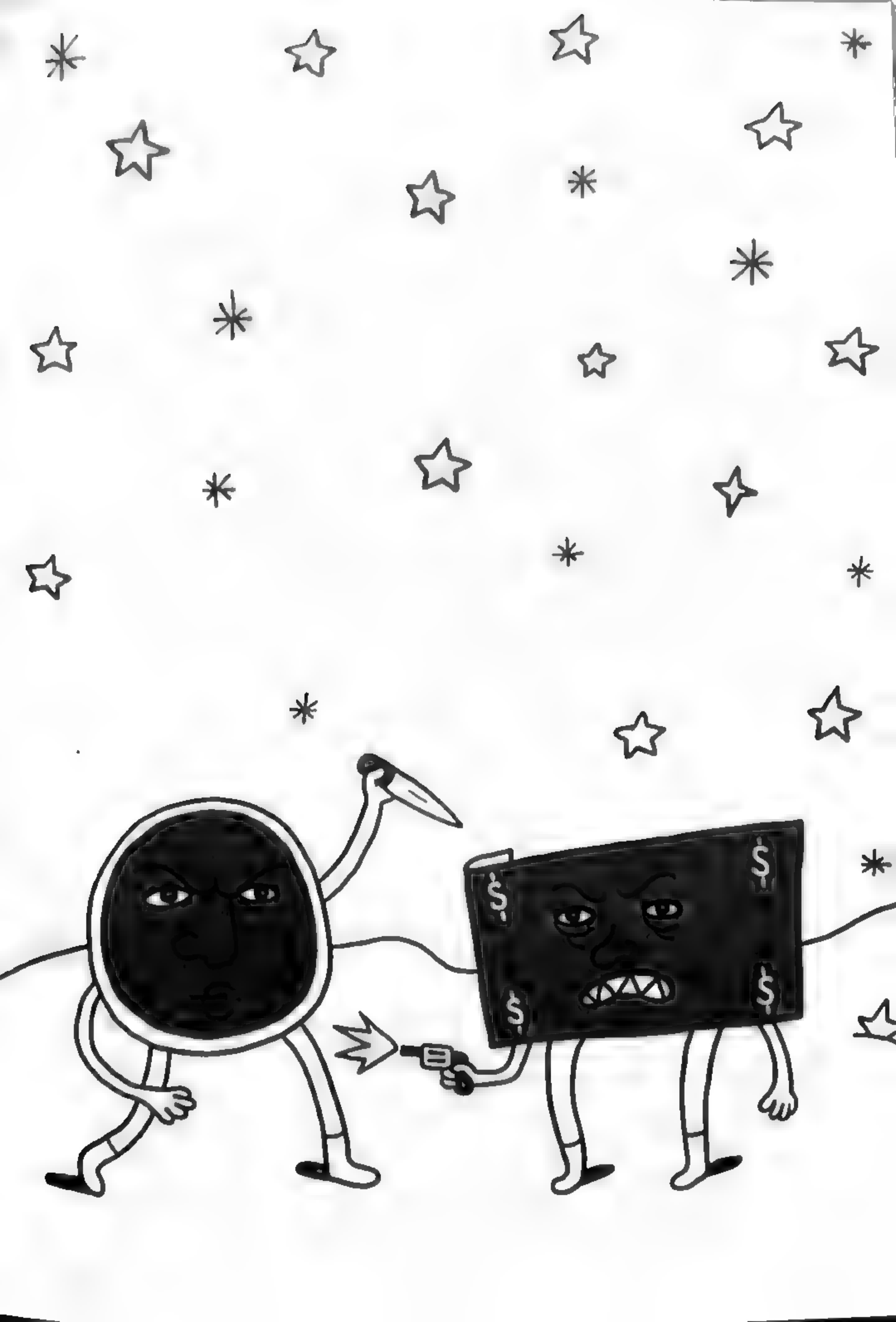


Druhý diel

# Za všetkým hľadaj zlé peniaze

— Čo sa stalo?





## Za všetkým hľadaj zlé peniaze

„Toto bola recesia predvojnového štýlu so všetkými následkami, ktoré priniesla predchádzajúca iracionálna pochabosť (pokús o slovenský preklad anglického pojmu *irrational exuberance*, ktorým vtedajší šéf Fedu Greenspan komentoval odviazanosť a prehnane dobrú náladu na akciových trhoch koncom 90. rokov, pozn. autora). V boji s recesiou potrebuje Fed viac než len obvyklý obrat vďaka zníženiu úrokov. Potrebuje prudko rastúce výdavky domácností, ktoré by nahradili vytrácajúce sa podnikateľské investície. A na to, aby to dosiahol, Alan Greenspan potrebuje... vytvoriť bublinu na trhu nehnuteľností, ktorá nahradí NASDAQ bublinu.“ Napísal v auguste 2002 vo svojom stĺpčeku v *New York Times*<sup>147</sup> svetoznámy keynesiánsky ekonóm Paul Krugman. Dnes môžeme konštatovať, že sa to americkej centrálnej banke podarilo. Potom jej táto bublina praskla priamo do tváre. Nasledujúca tlaková vlna takmer zbúrala bankový domček z kariet, ktorý má Fed strážiť.

Mnohí makroekonómovia sú úprimne presvedčení, že ak by ekonomika bez ich existencie fungovala, tak len za cenu nízkej efektivity a vysokých nákladov. Majú nutkanie ekonomiku opravovať a stimulovať. Ekonómovia, pôvodne filozofi, snažiaci sa pochopiť a popísať, čo sa to vlastne okolo nás deje, postupne zmutovali na opravárov spoločnosti. Inak to nebolo ani po prasknutí bubliny v amerických akciách na prelome tisícročí. Ceny prudko klesli a nadšenie z veľkých ziskov na akciových trhoch sa preklopilo do bolestivého počítania strát. Takzvanú novú ekonomiku dobehli staré ekonomické zákony a množstvo „.com“ firiem skrachovalo. Alan Greenspan na čele americkej centrálnej banky sa nemienil nečinne prizerať



spomaleniu ekonomiky a očistnej recesii. Následky prasknutia bubliny, ktorú spôsobila jeho predchádzajúca expanzívna monetárna politika v 90. rokoch, sa rozhodol riešiť ešte väčšou záplavou nových peňazí. Klin klinom, oheň ohňom, bublinu ďalšou, ešte väčšou bublinou.

Bublina v nehnuteľnostiach, nerealistické očakávania nikdy nekončiaceho rastu cien domov, bujnejúce finančné špekulácie, prudký rast zadlženia, nadmerné využívanie finančnej páky, prehnaná závislosť od krátkodobého financovania tieňovými bankami a prekvapivo nízka odolnosť finančného sektora spolu s vysokým previazaním zdravia finančných inštitúcií viedli ku vzniku systémového rizika.<sup>148</sup> Všetky vymenované symptómy krízy možno pospájať a minimálne sčasti vysvetliť práve peniazmi.

### Keď štát platí bankám za to, že si požičiavajú

Každá poriadna novodobá bublina je výsledkom spolupôsobenia súkromných investorov, ktorí sa nadchnú pre nejaký konkrétny sektor ekonomiky, a radodajnej centrálnej banky. Centrálna banka umožní vytvoriť množstvo nových peňazí, komerčné banky a podnikatelia sa podľa svojho momentálneho očarenia sami rozhodnú, kam potečú, a vyvolajú následný boom. Konečná voľba závisí od aktuálnych preferencií na trhu a nastavenia regulačného rámca. Nad výberom sektora, kam nové peniaze putujú, na začiatku nemá centrálna banka priamu kontrolu.<sup>149</sup> Ak sú hitom, ktorý má potenciál zamestnať fantáziu investorov, technologické akcie, nové peniaze jeho popularitu znásobia, tak ako sa to stalo v 90. rokoch. Ak nakoniec bublina praskne a technologické akcie už nikto nechce ani zadarmo, investori začnú hľadať potenciálne budúce hviezdy v iných odvetviach, s ktorými ľudia nemajú spojenú akútnu bolesť z nedávnej straty. Po roku 2000 túto súťaž investičnej krásy vyhrali nehnuteľnosti. Ich výraznejší rast sa začal už v 90. rokoch, čiže nejaké úspechy už mali za sebou. Na rozdiel od sprofanovaných akcií išlo o bezpečnú investíciu do viditeľného, ľahko pochopiteľného fyzického aktíva s dlhou históriou zhodnocovania. „Veď nehnuteľnosti môžu iba rásť!“

Eufória v akciách v 90. rokoch bola tiež Greenspanovým dieťaťom. Na prelome tisícročí bol Alan Greenspan na čele americkej centrálnej banky už dlhých 13 rokov. Za toto obdobie si najmä vďaka nafúknutiu najväčšej akciovej bubliny v histórii, na ktorej zbohatlo množstvo ľudí, a ktorá cez investičné kontá a akcie na dôchodkových účtoch vyvolala ilúziu bohatstva Američanov, vybudoval obdiv a úctu finančníkov aj médií. Vždy, keď to už vyzeralo na koniec dobrej nálady a objavili sa obavy z prepadu cien finančných aktív, vytiahol z klobúka nové kúzlo centrálneho bankovníctva a ceny po krátkom váhaní pokračovali v raste. Aj vďaka zamedzeniu prepadu americkej ekonomiky do recesie manipuláciou s úrokmi v roku 1994, ktoré sa stalo učebnicovým „mäkkým pristátím“, sa Greenspan tešil prezývke Maestro.



To si potom viete predstaviť tú hanbu, keď mu nakoniec v roku 2000 bublina v akciách praskla práve na konci jeho dlhej kariéry. Ekonomika začala spomaľovať a prešla do recesie. Greenspan spanikáril a v snahe zabrániť „tvrdému dopadu“, ktorý by zatienil jeho predchádzajúce úspechy, otvoril kohútiky s novými peniazmi naplno. Základný úrok v ekonomike znížil zo 6,5% na začiatku 2001 až na 1,75% koncom roka 2001. Peňažná zásoba, čiže počet dolárov pôsobiacich v ekonomike, rástla medziročným tempom viac ako 20%. Vzhľadom na prebiehajúce prepisovanie histórie oficiálnymi interpretáciami reality je namieste zdôrazniť, že za túto záplavu likvidity nemôžu teroristi zo Saudskej Arábie<sup>150</sup> a ich letecké útoky na dvojčky Svetového obchodného centra z 11. septembra 2001. Greenspan začal peniaze do ekonomiky nalievať už predtým, v reakcii na prebiehajúcu recesiu. 11. septembra 2001, teda v deň prekvapivého útoku, už bola základná úroková sadzba z pôvodných januárových 6,5% na úrovni 3,5%. Fed úrok nakoniec stlačil až na rekordné 1%. Dokopy bol základný úrok nižší alebo rovný ako 1,75% až 35 mesiacov. Počas väčšiny tohto obdobia bol výrazne pod cenovou infláciou, niekedy až o celé 2 percentuálne body. Znamená to, že reálne úroky boli negatívne. Banky tak úvery od Fedu v skutočnosti nič nestáli. Naopak, mohli na nich bezrizikovo zarábať. Banka si mohla požičať za 1% a za tieto peniaze nakúpiť hocičo. Na konci roku po tom, ako ceny narástli o mieru cenovej inflácie, to hocičo predala s 3-percentným výnosom, ktorý hravo pokryl náklady v podobe 1-percentného úroku. Aktíva, ako napríklad nehnuteľnosti, v tomto období rástli vyše 10-percentným medziročným tempom. Komerčné banky tak boli centrálnou bankou platené za to, že si požičiavajú peniaze. Nie je preto prekvapivé, že si požičiavali príliš veľa a dlh rástol neudržateľným spôsobom. Pri vývoji, ktorý vyústil do finančnej krízy, nešlo len o Greenspanove chyby a čisto americký fenomén. Najväčšiu svetovú centrálnu banku nasledovali aj ostatní producenti monopolných peňazí po celom svete. Globálna monetárna politika bola pred vypuknutím krízy extrémne uvoľnená. Peňažná zásoba prudko rástla, úroky boli nižšie ako cenová inflácia v mnohých krajinách a prekvapivé ďalšie a ďalšie znižovanie základných sadzieb viedlo k stále nižším dlhodobým úrokom.

### Bublina v amerických nehnuteľnostiach

*„Prebiehajúci rast na trhu nehnuteľností vyvolal obavy o možnom objavení sa bubliny v cenách nehnuteľností.“* Vďaka transakčným nákladom a limitovanej možnosti arbitráže pre lokálny charakter nehnuteľností je však trh nehnuteľností na rozdiel od akcií *„obzvlášť nevhodný na to, aby sa rozvinul do bubliny“*, upokojoval 17. apríla 2002 Greenspan americký Kongres.<sup>151</sup> Po tom, ako prehliadol bublinu v akciách, bol vo svojom chápaní následkov vlastných krokov v monetárnej politike opäť mimo.

Základné úroky sú dôležitou cenou v ekonomike. Komerčné a investičné banky veľkú časť svojich dlhodobých aktív, v podobe úverov klientom či investícií financujú na trhu krátkodobých peňažných aktív, kde má Fed cez svoj základný úrok určujúce slovo. Cez náklady refinancovania bánk tak základný úrok priamo ovplyvňuje aj sadzby na dlhodobých úveroch či ceny investičných aktív. Po radikálnom znížení základného úroku preto prišiel následne prepád aj v úrokoch na hypotékach. Úrok napríklad na 30-ročnej hypotéke klesol z 8,5% v máji 2000 až na 5,2% v júni 2003. Dostal sa na najnižšiu úroveň od roku 1971, odkedy Fed tieto údaje zbiera. Také zlacnenie hypoték, ktoré sú určujúcimi pri dopyte po nehnuteľnostiach, urobí zázraky s ich cenami. Mesačná splátka 769 eur zaplatí pri 30-ročnej 100 percentnej hypotéke s 8,5% úrokom byt, ktorý stojí 100 000 eur. Taká istá mesačná splátka, pri rovnako dlhej hypotéke s nižším úrokom na úrovni 5,2% už však pokryje kúpnu cenu vo výške 140 000 eur.

Vďaka Fedu sa bývanie zrazu stalo dostupnejším. Nízke úroky opticky zvýšili kvalitu dlžníkov, keďže ich nezmenený príjem mohol prefinancovať väčší absolútny dlh. Ceny nehnuteľností, kvalita a rizikovosť dlžníkov, množstvo dlhu, ale aj ceny ostatných aktív sú úzko vzájomne poprepájané a priamo ovplyvňované monetárnou politikou.<sup>152</sup> Greenspanov stimul stimuloval. Kým medzi rokmi 1975 a 2000 rástli ceny nehnuteľností očistené o cenovú infláciu priemerným tempom 1,4% ročne, v nasledujúcich piatich rokoch po lavíne nových dolárov z Fedu sa rast zrýchlil na vyše 7% ročne. Ceny nehnuteľností narástli od konca deväťdesiatych rokov do roku 2006 spolu o 130 percent<sup>153</sup> a prekonal historické rekordy, keďže sa dostali na dvojnásobok ich storočného, o infláciu očisteného priemeru. Objem hypoték amerických domácností rástol po roku 2000 ešte rýchlejšie ako ceny nehnuteľností. Rast cien domov vytvoril pre ich vlastníkov na vrchole v roku 2006 nový kapitál vo výške 13 500 miliárd amerických dolárov. Išlo sčasti o iluzórne bohatstvo. Rast cien domov vyvolaný tlačením nových dolárov neznamena, že spoločnosť je o túto hodnotu bohatšia. Celkovú zásobu domov nie je rozumné ohodnocovať násobením počtu domov cenou, za ktorú sa aktuálne predáva ich zlomok na trhu. Táto cena platí iba do momentu, kým sa neskončí monetárna stimulácia, prípadne sa niečím iným nepokazí nálada na trhu. V prípade snahy väčšej časti majiteľov realizovať imaginárne zisky na vlastnom kapitáli predajom domu sa tento kapitál rozplynie rýchlejšie, než vznikol. Tento novoobjavený finančný kapitál mal však zásadný vplyv na ekonomiku. Byt alebo dom je najväčšou zložkou celkového majetku väčšiny domácností. Ich cena preto priamo ovplyvňuje to, akými bohatými sa ľudia cítia byť, koľko spotrebávajú, či a koľko si trúfnu na seba nabrať dlhov. Rastúce ceny domov urobili s náladou v americkej ekonomike divy. Ľudia subjektívne zbohatli, ochotnejšie míňali peniaze na autá, dovolenky či na inú spotrebu. Na svoje domy, ktorých cena neustále rástla, si brali hypotéky, ktoré míňali. Dobré sa predávali napríklad zbytočne veľké autá či motorové člny. Ľudia si z domov spravili bankomaty.

Kapitál vzniknutý rastom cien si z nich vyberali pomocou dostupných hypoték. Podiel vlastného kapitálu na hodnote amerických domov sa znížil zo 70% v 80. rokoch na 55% v roku 2003.<sup>154</sup>

### Do súkromného bublifuku fúka centrálna banka

*O bubline možno hovoriť v prípade, ak sa trhovú cenu aktíva dostane výrazne nad jeho vnútornú hodnotu. Teda čistú súčasnú hodnotu príjmov, ktoré toto aktívum vygeneruje v budúcnosti. Ľudia ho začnú nakupovať nie pre príjmy, ktoré vygeneruje, ale preto, lebo očakávajú vyššiu predajnú cenu v budúcnosti. Odhadnúť presne budúce príjmy nie je možné, preto je definícia bubliny nutne subjektívna. Pri snahe o jej identifikáciu v čase pred jej prasknutím vždy ide o viac či menej podloženú špekuláciu. Či niečo je, alebo nie je bublina, potvrdí až nasledujúci vývoj.*

*Prečo sme náchylní sa neprimerane nadchnúť pre nejaké investície a nákupmi vyhnáť cenu do nezmyselných výšin, zatiaľ nikto dostatočne presvedčivo nevysvetlil. Dôležitú úlohu hrajú psychologické danosti, ako prirodzená ľudská stádovitosť. Tá vedie k tomu, že mnohí radšej spraví chybu, ktorú spravila väčšina, akoby urobili niečo samostatne a vyčnievali z radu. Investori sa preto zvyknú zoskupovať v nejakom vybranom druhu aktív, čo deformuje ich ceny. Nemusí ísť ani o uvedomé, zámerné konanie. Veľkí inštitucionálni investori často spolu chodia na obedy, hrávajú golf a stretávajú sa na rovnakých charitatívnych akciách, kde sa rečami o práci a nových trendoch nevedome synchronizujú. Finančné médiá, najčítanejšie blogy a najpozeranejšie televízie fungujú ako zosilňovač niektorých vyselektovaných investičných nápadov a tiež produkujú určitú mieru stádovitosti. Vďaka týmto faktorom panuje na finančných trhoch vysoká miera previazanosti, či už imitáciou, alebo používaním rovnakých nástrojov. Malá miera heterogenity a diverzity podobne ako v prírode zvyšuje zraniteľnosť finančného systému, ktorý stráca odolnosť proti šokom a proti veľkým výkyvom. Bubliny a paniky na finančných trhoch sa podobajú na iné fyzikálne a biologické systémy s pozitívnou spätnou väzbou, ako sú lavíny či zemetrasenia.<sup>155</sup>*

*Nemožno preto tvrdiť, že bez štátneho monopolu na zlé peniaze by žiadne bubliny neexistovali. Bubliny vznikajú aj v ekonomických laboratóriách bez centrálnej monetárnej autority a v histórii existujú početné prípady bublín bez toho, žeby niekto manipuloval počet peňazí v obehu. Vzhľadom na spôsob vzniku bublín a najmä proces*



ich nafukovania však možno očakávať, že bez manipulácie úrokov a podpory rastu cien novovytvorenými peniazmi by vzniknuté bubliny mali kratšie trvanie a hlavne menší rozsah. Na centrálne neriadenom peňažnom trhu proti bublinovému bujneniu automaticky pôsobia korekčné mechanizmy, ktorých sila rastie priamo úmerne rastu veľkosti deviácie. Na financovanie novej investičnej tutovky by v systéme bez centrálnej banky bolo treba pretiahnuť kapitál z jeho alternatívnych použití v iných miestach ekonomiky. Banka by nemala možnosť požičať si na svoje špekulácie v nehnuteľnostiach z nekonečného štátneho mešca za umelo nízky úrok, ale každý ďalší investor do bubliny v domoch by musel zaplatiť čoraz vyššiu cenu na úrokoch za to, že mu niekto na toto dobrodružstvo požičia. Nové investície a rastúca cena by znižovali očakávanú návratnosť, a naopak, rýchlejšie klesajúce ceny vo zvyšku ekonomiky by zvyšovali potenciál zisku v odvetviach mimo bubliny. Ak všetci investujú do domov, nik neinvestuje do novej chemiky, čo relatívne zvyšuje zisky v chemickom priemysle. Čím väčšou by sa bublina stávala, tým drahšie by bolo podieľať sa na nej. Prirodzený nedostatok kapitálu a absencia dílera falošných peňažných žetónov za netrhovo nízke ceny by postupne, s exponenciálne rastúcou silou, tlmila rast bublinového tumoru. Trhový, Fedom nemanipulovaný úrok na hypotéke by vrátil mnohých rýchlo pečených realitných magnátov späť k ich pôvodnej práci v reštaurácii rýchleho občerstvenia.]

Prirodzené tlmenie bublín na nemanipulovaných trhoch ukázali aj spomínané ekonomické laboratórne experimenty. Schopnosť ekonomických aktérov učiť sa z minulých bublín vedie k tomu, že sú následne menej náchylní zúčastňovať sa na vytváraní nových.<sup>156</sup> Po niekoľkých kolách obchodovania v laboratórnych podmienkach bubliny samy zanikajú a ceny sa približujú k rovnovážnym stavom. To však platí len v prípade, že niekto na trhu zásadným spôsobom nemení podmienky a nedodáva novú likviditu. Potom sa strácajú efekty tlmenia vzniku bublín učením sa a aktéri opäť vyženú cenu aktív nad hodnotu ospravedliteľnú ich príjmami.<sup>157</sup> Aj pokrízový výskum vo švajčiarskej centrálnej banke poukazuje na silný vzťah medzi príliš nízkymi úrokmi centrálnej banky a vznikom bublín v nehnuteľnostiach.<sup>158</sup> ]

Rýchlo rastúce ceny domov predstavovali pre mnohých obyčajných ľudí neodolateľnú investičnú príležitosť. Opúšťali svoje predchádzajúce zamestnania a stali sa z nich realitní špekulanti. Za pomoci hypoték nakupovali domy nie na bývanie alebo prenájom, ale iba s cieľom ich výhodne o niekoľko mesiacov predať. Špekulantské chyby nerobili iba obyčajní ľudia. Bublina a z nej vyplývajúca

nespútaná spotrebiteľská zábava opticky zlepšila aj makroekonomické ukazovatele. To viedlo k neopodstatnenému optimizmu pomýlených politikov a ich ekonómov, ktorí si cyklické efekty bubliny poplietli so zdravým štrukturálnym rastom. Jedni v nákazlivej eufórii prejedali dočasne zvýšené daňové príjmy a druhí nerealisticky nadhodnocovali potenciálny rast ekonomiky. Veľká časť predkrízového rastu najviac sledovaného ekonomického ukazovateľa – amerického hrubého domáceho produktu – bola podmienená priamo manipuláciou peňazí. Ak by sme očistili rast HDP v tomto období o časť, ktorá bola financovaná minútím vlastného kapitálu z domov, klesol by na polovicu. Stimulácia ekonomiky novými dolármi poplietla hlavu aj finančným inštitúciám a veľkými investorom. Podľahli nezdravému optimizmu týkajúcemu sa neustáleho rastu cien nehnuteľností. Tento zásadný omyl viedol ku chybným rozhodnutiam tak hypotekárnych dlžníkov,<sup>159</sup> ako aj hypotekárnych investorov, ktorí financovali nákup výsledných sekuritizovaných hypoték. Ak pripustíme existenciu bubliny nafukovanej peniazmi zadarmo z Fedu, potom na vysvetlenie toho, prečo hypotekárni agenti ochotne rozdávali 100% hypotéky a ľudia s nízkymi príjmami si ich ochotne brali, nepotrebujeme znásilňovať teóriu o informačnej asymetrii. V prostredí rýchlo rastúcich cien domov dáva ekonomický zmysel zobrať si hypotéku na najväčší možný dom, aký nám banka umožní, a na druhej strane investovať do takto vzniknutých hypotekárnych cenných papierov. Príjem dlžníka môže byť investorovi ukradnutý, keď hodnota kolaterálu, ktorými sú hypotekárne cenné papiere kryté, bude neustále rásť. O to viac, ak sú garantované pološtátnymi hypotekárnymi agentúrami.

### Štátom dotované úroky – lacnejšia páka, viac dlhu, viac rizika

Prečo bolo pred krízou zrazu toľko odvahy a riskovania? Prečo si finančníci tak nezdravo verili a svojím agresívnym správaním nakoniec dospeli na pokraj bankrotu? Parazit toxoplazmózy mení správanie nakazených potkaních samcov a robí ich odvážnejšími. Riskujúceho „odvážneho“ potkana skôr zožerie mačka, a tak sa toxoplazmóza s väčšou pravdepodobnosťou dostane do svojho definitívneho hostiteľa. Tento parazit ovplyvňuje aj správanie ľudí a u mužov zvyšuje hladinu testosterónu.<sup>160</sup> Počet nakazených je však relatívne stabilný, u nás asi tretina populácie, a nebadať v ňom výkyvy, ktoré by vysvetľovali poslednú krízu. Skôr ako epidémia latentnej toxoplazmózy dvíhali testosterón investorom nové lacné peniaze.

Pri znížení úrokov pôsobia na rast objemu dlhu v ekonomike viaceré mechanizmy. Jedným z nich je už spomínané iluzórne nafukovanie schopnosti dlžníkov splácať ich záväzky. Rastúce ceny finančných a reálnych aktív robia ľudí zdanlivo bohatšími. To zvyšuje ich ochotu nabrať si nové úvery v bankách a vedie k rastu ich absolútneho zadlženia. Samotné banky tento nový potenciál na rast úverovania ochotne naplnia. Po znížení úrokov na to akoby zázrakom objavila nové rezervy.

## Zníženie úrokov dvíha cenu dlhých aktív viac ako krátkych

Klesajúce úroky zvyšujú trhové ceny aktív. Predstavme si, že od dôveryhodnej osoby schopnej a ochotnej dodržiavať svoje sľuby, dostanem prísľub platby 100 eur o jeden rok. Teraz na chvíľu zabudnime na neprirodzenú cenovú infláciu, ktorú vytvára štátna centrálna banka, a vychádzajme z toho, že ceny sa v čase nemenia. Aký má tento prísľub hodnotu? Určite nie 100 eur. Na stoeurovke, ktorú mám v peňaženke už dnes, môžem za rok čakania zarobiť trhový úrok. Preto minimálne o tento ušlý zisk treba dnešnú hodnotu budúceho príjmu znížiť (diskontovať). Napríklad pri úroku 7% by stačilo investovať 93,5 eura, aby sme o jeden rok mali 100 eur. 93,5 eura je preto súčasnou hodnotu prísľubu 100 eur o jeden rok. A čo 100 eur za 5 rokov? Pri rovnakom úroku je čistá súčasná hodnota výrazne nižšia, iba 71,3 eura, keďže oproti súčasnému príjmu 100 eur tento budúci príjem stratí 5 rokov úročenia. Prísľub 100 eur za 30 rokov by ste dnes pri 7-percentnom úroku predali iba za 13,1 eura.

Dnešná cenu finančných aktív, ako sú dlhopisy, ale i reálne aktíva ako sústruh, sa určuje na základe dnešnej hodnoty budúcich príjmov, ktoré sú schopné generovať. Ako sme ilustrovali, úrok hrá v ich cene dôležitú úlohu. Pozrime sa na to, čo spraví s hodnotu prísľubu 100-eurovej platby pokles úroku na 2%. Keďže čakaním na budúci príjem prideme o menšie úrokové výnosy, súčasná hodnota všetkých budúcich prísľubov musí vzrásť. Pri ročnom prísľube vzrastie súčasná hodnota na 98 eur, pri 5-ročnom na 90,6 eura a pri 30-ročnom až na 55,2 eura. Pokles úrokov tak exponenciálne dvíha hodnotu aktív so vzdialenejšími príjmami oproti aktívam s bližšími príjmami. Kým dnešná hodnota prísľubu 100 eur o rok reagovala na pokles úroku o 5 percentuálnych bodov 4,9-percentným rastom, pri 30-ročnom prísľube hodnota narástla až o 320%. Tento nelineárny efekt zmeny úrokov na hodnoty aktív v ekonomike v závislosti od ich doby splatnosti je kľúčový na pochopenie plejády problémov vo finančnom sektore, ktoré svojvoľná manipulácia s úrokmi so sebou prináša.<sup>161</sup>

Zníženie úrokov nafúkne viac cenu dlhodobých než krátkodobých aktív. A tento rozdiel nie je lineárny, ale exponenciálny. Množstvo rokov do splatnosti efekt zmeny úroku nenásobí, ale umocňuje. Manipuláciou úrokov tak možno presúvať hodnotu v ekonomike medzi jednotlivými ekonomickými subjektmi s množstvom zaujímavých sprievodných javov. Z hľadiska pochopenia krízových procesov je dô-



ležité sledovať, čo sa pri týchto presunoch bohatstva deje s bankami. Všetky banky si požičiavajú na krátko, či už od iných inštitúcií na peňažných trhoch, alebo od ľudí cestou bankových vkladov, aby poskytovali dlhodobé úvery alebo investovali do dlhších investícií. Rozhodnutie ekonómov v centrálnej banke o znížení úrokov v ekonomike im preto automaticky prinesie zisk. Teda aspoň dočasne. Trhová cena aktív, ktoré držia, narastie výrazne viac ako cena krátkodobých záväzkov, ktorými ich financujú. Časť aktív, ktorá sa v účtovníctve oceňuje trhovými cenami, nafúkne cez kapitálový výnos vlastný kapitál banky. Uvoľnenie monetárnej politiky tak opticky znižuje finančnú páku, ktorú banka používa. Toto „zlepšenie“ v súvahe banky vytvára priestor na ďalšie zadlženie, bankový sektor reaguje úverovou expanziou. K rastu úverov v ekonomike po monetárnej stimulácii dochádza už aj v prípade, že by sa banky vedome nesnažili o rizikovejšie správanie a cieľovali rovnakú mieru pomeru vlastného kapitálu k aktívam, aké mali pred stimuláciou. Nárast vlastného kapitálu zhorší ukazovatele jeho návratnosti, a preto bude tlačíť bankových manažérov, aby zväčšili množstvo poskytovaných úverov a vrátili tak pomer vlastného kapitálu ku poskytnutým úverom na pôvodnú cieľovanú úroveň. Čím citlivejší sú akcionári a nimi dosadení manažéri komerčných bánk na krátkodobé výsledky, tým intenzívnejší rast objemu úverov bánk v reakcii na zníženie úrokov možno predpovedať. Manažéri rovnako ako rozdrobení, často sa meniaci akcionári finančných inštitúcií dnes maximalizujú skôr krátkodobý zisk než dlhodobú stabilitu svojho podniku. Hlavne keď patria medzi tie väčšie a prepojenejšie banky a môžu sa spoľahnúť, že v tom najhoršom prípade ich zachráni štát. Reakcia v podobe úverovej expanzie na zníženie úrokov bude preto intenzívna a rýchla.

### Štátna stimulácia špekulácií

Pri tlačení nových peňazí rastie aj ochota riskovať. Centrálnymi bankami znížené úroky zintenzívnia hlad po výnose u investorov.<sup>162</sup> Vďaka poklesu reálnych úrokov sa v ekonomike investuje viac a rizikovejšie. Rastúce ceny aktív vedú majiteľov zhodnotených investičných portfólií k naberaniu ďalších rizikovejších a menej likvidných investícií. Nižší úrok znamená relatívne zlacnenie nákladov dnešných investičných chýb a zvýšenie ziskov z dlhodobých úspešných projektov. Ak sa zvyšuje riziko jednotlivých aktérov v ekonomike, nutne musí rásť riziko aj pre ekonomiku ako celok.<sup>163 164</sup>

Snaha nasýtiť hlad po výnose bola dôležitou silou pri vzniku krízy. Na to, aby človek na úsporách dosiahol výnos, na ktorý si pred celosvetovým znižovaním úrokov zvykol, existovali dva možné spôsoby. Prvým bolo pustiť sa do rizikovejších vôd. Teda napríklad namiesto štátnych dlhopisov nakupovať dlhopisy podnikov či bánk. Banky v honbe za výnosom znížili štandardy na rizikovosť

klientov, ktorým poskytovali úvery. Štúdia ECB na vzorke 643 veľkých bánk zo 16 vyspelých krajín Európy a USA, ktoré predstavovali dve tretiny všetkých úverov poskytnutých v Európskej únii a v USA, a na údajoch z obdobia 1998 – 2008 našla vzťah medzi nízkymi úrokmi centrálnych bánk a rizikovosťou správania komerčných bánk sledovanou cez pravdepodobnosť bankrotu<sup>165</sup> a vývoj cien ich akcií. Druhou cestou bolo využívať viac cudzích zdrojov na rovnaké investície – čiže zvýšiť finančnú páku. V období monetárnej stimulácie výrazne narástlo využívanie finančnej páky v investovaní a v obchodoch s finančnými aktívami. Výsledkom oboch prístupov bolo znižovanie rozdielov vo výnosoch medzi relatívne bezpečnými a tými rizikovejšími investíciami v období pred krízou. Vďaka takému správaniu rástlo riziko v systéme. Nešlo o prirodzený prejav rastu bohatstva spoločnosti, ktorého vedľajším efektom je väčšia ochota znášať riziko, ale o dosahy manipulácie množstva peňazí. Jedným z prejavov väčšej ochoty riskovať bol aj odlev finančného kapitálu do rozvíjajúcich sa ekonomík a ich mien, sprevádzaný poklesom ich výnosov. Extrémne rizikové dlhopisy bez investičného ratingu s prezývkou „junk“ (po slovensky odpad) dosahovali prekvapivo nízke úrovne úrokov. Hodnota akcie je odvodená od súčtu všetkých budúcich príjmov, ktoré prinesie svojmu držiteľovi. Keďže akcie majú v podstate nekonečnú splatnosť, sú tiež extrémne citlivé na zmenu úroku, ktorým sa budúce príjmy diskontujú. Na akciových trhoch preto panovala výborná nálada. Investori vďaka nižším nákladom finančnej páky nakupovali akcie či dlhopisy na dlh. Mnoho z tejto špekulácie bolo štátom dotovaným neproduktívnym hazardovaním, na ktoré nakoniec doplatil zvyšok ekonomiky a daňoví poplatníci.

### Úvery zadarmo robia zo všetkých špekulantov

*Keď hovorím o špekulantoch, nemám na mysli iba „kravatačkov“ z finančných inštitúcií na Wall Street alebo v londýnskom City. Nízke úroky centrálnych bánk a rastúce ceny domov či akcií vedia prebudiť skrytého špekulanta aj v žene v domácnosti či v závozníkovi v pekárni. Na domoch sa nedá prerobiť a pri takých nízkych úrokoch sa splácajú samy, pomyslel si nejeden Američan, keď si kupoval druhý alebo tretí dom na dlh. Podobne euforická nálada panovala v Európe. „Všade sa stávalo a zarábali sa peniaze. Peniaze boli lacné, banky ich prakticky rozdávali zadarmo, zdalo sa, že sa nehnuteľnosti financujú samy, práce bolo habadej. Všetky tieto faktory transformovali Španielov na gamblerských závislakov a ich krajinu na kasíno,“ píše v článku zo svojej návštevy krízového Španielska reportér nemeckého magazínu SPIEGEL Juan Moreno, syn španielskych imigrantov do Nemecka. Testosterón úverov zadarmo nepomotal hlavu iba súkromnému*

sektoru. Politici sú naň rovnako citliví. „Ako dieťa som mal Castellón, poslednú zastávku, kde sme natankovali pred našou dedinou, rád. Teraz som tu, aby som zistil, prečo Castellón postavil letisko, z ktorého nikdy nevzlietlo ani jedno lietadlo. Letisko za 150 miliónov eur v meste vzdialenom iba 65 kilometrov od Valencie, ktorá už sama má letisko príliš veľké pre tento región... Castellón roky trpel preto, lebo nebol taký bohatý, dôležitý a známy ako ďalšie dve dôležité mestá v regióne – Alicante a Valencia. Potom niekomu napadlo, že to možno zmeniť postavením sedemnástich golfových ihrísk. Sedemnást 18-jamkových ihrísk, to je veľa hráčov golfu a na to treba letisko. Golfové ihrisko sa nakoniec nepostavilo ani jedno.“ Článok má príznačný názov *Návšteva Absurdistanu*.<sup>166</sup>

Prejavom nezdravého riskovania bol aj vývoj na hypotekárnom trhu. Ak by banky pred krízou vyžadovali od hypotekárnych veriteľov minimálne 20-percentnú splátku z ceny domu, tak ako bolo dlhodobým štandardom v minulosti, dosahy prasknutia bubliny na trhu nehnuteľností mohli byť radikálne iné. Prvá splátka z vlastného vo výške pätiny hodnoty predstavuje bohatý bezpečnostný vankúš pre nepredvídané pohyby v cenách domov pre veriteľa. Majiteľ domu neodíde tak bezstarostne od svojho záväzku v prípade, že v ňom má v hypotéke utopených veľa vlastných peňazí. Vyššiu splátku však investori prestali vyžadovať a po roku 2000 rýchlo narástlo množstvo hypoték, ktorých hodnota bola rovnaká alebo dokonca vyššia ako cena založenej nehnuteľnosti. Banky pod vplyvom prebytku monetárneho testosterónu upustili od základného pravidla obozretného bankovníctva – úver by mal byť zabezpečený hlavne stálym tokom nezávislých budúcich príjmov veriteľa z výplat alebo z iných stabilných príjmov. Prílišné spoliehanie sa na zabezpečenie veriteľovým aktívom vedie do japonského pekla. Práve v Japonsku banky pred 20 rokmi po prasknutí tamojšej bubliny zistili, aké vrtkavé vedia byť ceny aktív, ktoré slúžili na zabezpečenie ich úverov. To, že v prípade konzervatívnejších postupov pri poskytovaní hypoték nemusí ani prasknutie bubliny na trhu nehnuteľností automaticky spôsobiť finančnú krízu, ukázal iný ázijský príklad. V Hongkongu medzi rokmi 1997 a 2004 klesli ceny nehnuteľností o 70% (v USA klesli „len“ o tretinu) bez toho, aby tam vypukla kríza v bankovom sektore. Asi najdôležitejším ochranným faktorom bol práve nízky podiel úveru na celkovej hodnote nehnuteľnosti, ktorý motivoval k ďalšiemu splácaniu a chránil veriteľa pred stratou. K tomu, že v splácaní hypoték pokračovali aj ľudia, ktorých hypotéka bola vyššia ako cena domu, prispeli rozdiely v režime bankrotu. Vrátenie kľúčov veriteľovi a opustenie hypotekárneho záväzku tam nebolo vôbec také jednoduché ako v USA.<sup>167</sup>



Celosvetový dlh vo forme štátnych dlhopisov, súkromných dlhopisov a bankových uverov sa medzi rokmi 2002 a 2007 viac než zdvojnásobil. Prepád základnej urokovej miery americkým Fedom a následne aj zvyškom sveta bol kľúčovým činiteľom v tejto eksplozii. Centrálna banka cez základný urok a nastavenie regulačného rámca bank priamo ovplyvňuje cenu finančnej paky <sup>168</sup> v menovej zóne, v ktorej má štátom garantovaný monopol. Má preto priamu zodpovednosť za množstvo dlhu, ktoré finančný systém produkuje, a má k dispozícii množstvo nástrojov, ako sú zvýšenie úrokov, požiadavky na minimálne rezervy či vlastný kapitál bank, ktorými môže rast dlhu okamžite zastaviť. Neochota centrálnych bank použiť existujúce brzdy a pohnevať mocných kazenním dobrej ekonomickej nálady viedla k nevyhnutnej korekcii a kolapsu finančného sektora.

### Peniaze nie sú kapitál

Kapitálom sú fabrika, stroj či ropa, všetky statky, ktoré sú v ekonomike k dispozícii na ďalšiu produkciu spotrebných statkov. Ani to nie je presné, keďže ekonomický pojem kapitál nezahŕňa iba samotný fyzický objekt – vŕtačku, ale aj jej použitie. Kapitál je preto tak trochu aj slovesom <sup>169</sup>. Peniaze však nie sú kapitál. Peniaze sú iba žetóny – nástroj na rozdelenie existujúcich hodnôt v ekonomike – práce prírodných zdrojov, kapitálových a spotrebných statkov. Peniaze v rukách podnikateľov, teda finančný kapitál, predstavujú poukážky na existujúce statky. Tak ako natlačením dodatočných lístkov vypredaného kina nemôžeme zvýšiť jeho kapacitu, natlačením nových peňazí nemôže narásť množstvo kapitálu v ekonomike.

### Rothbardland vs. Krugmanistan

Predstavte si dva ostrovy s izolovanými ekonomikami. Jedna sa volá Krugmanistan, druhá Rothbardland. Na Krugmanistan zhodí hlavný plánovač, minister hospodárstva a vesmíru – Boh, tisíc miliárd dolárov. Na Rothbardland naopak zošle ropu, šikovné japonské roboty, nákladné autá, liek na rakovinu alebo technologické postupy v rovnakej hodnote. Ktorý ostrov zbohatol?

V Krugmanistane sa nič zásadné nezmenilo, ani množstvo bohatstva na ostrove. Rožky, maslo, telefóny či ostatné spotrebné statky sa nevyrábajú z peňazí, ale z ozajstných materiálov na reálnych strojoch. Krugmanistanu akurát pribudlo množstvo poukážok, ktoré prerozdeľujú už existujúce vzácne zdroje, prácu, spotrebné a kapitálové statky, čo postupne povedie k zvýšeniu cien na úrovni, ktorá bude zodpovedať božskou infláciou nafúknutej peňažnej zásobe. V prípade, že sa Boh nerozhodol rovnomerne distribuovať nové peniaze medzi obyvateľov, dôjde k pre-

rozdeľeniu reálneho bohatstva v závislosti od toho, kto sa kedy k novým peniazom dostane. Je to hra s nulovým súčtom. Čo ubudne jednému, pribudne inému.

Naopak, v Rothbarlande je napriek absencii monetárnej stimulácie skutočný dôvod na radosť. Nová ropa a iné kapitálové statky pomôžu každému bez ohľadu na to, komu pribudnú na pozemku či v garáži. Bohom zoslaný kapitál zníži náklady produkcie nových spotrebných statkov a z rastu produktivity bude profitovať celá ekonomika. Dôjde k cenovej defláciu, keďže rovnaké množstvo peňazí bude naháňať viac hodnoty v ekonomike. Nižšia cena rožkov a viac zábavnej spotrebnej elektroniky za rovnakú prácu zvýši životnú úroveň aj toho, kto si na tento kapitálový stimul priamo nesiahol.

Pokropenie Krugmanistanu novými peniazmi pravdepodobne tamojšiu životnú úroveň dokonca zníži. Predstavte si, že Boh bankovky len tak naverímboha nevysype z helikoptéry nad hlavným mestom krajiny, ale celú zásielku vinou zlyhania navigácie vypustí do nebezpečného močiara v strede nepriestupnej džungle.<sup>170</sup> Táto správa sa rýchlo rozšíri medzi ľuďmi a v krajine vypukne monetárna horúčka. Súťaž o to, kto sa k peniazom dostane ako prvý. Jeden začne divočinou stavať cestu pre dopravu najatých zberačov a ich výstroja. Druhý najme letku, ktorá bude zhadzovať zberačov priamo do džungle. Vznikne celý nový sektor ekonomiky predávajúci mapy s predpokladanými nálezmi, repelenty, stany a zbrane. Ako huby po daždi sa objavia ubytovne, bary, kasína a nevestince pre šťastných nálezcov. Spáli sa kopa nafty, havaruje množstvo lietadiel, jeden sa utopí, ďalšieho zožerú tigre. Na získanie nových peňazí, ktoré nikdy nemôžu zvýšiť absolútne bohatstvo krajiny, sa z hľadiska životnej úrovne celého ostrova zbytočne opotrebuje či rovno minie množstvo vzácneho kapitálu, práce a ľudských životov. Tieto faktory produkcie a kapitál budú chýbať v ostatných sektoroch ekonomiky, ktoré produkujú hodnoty. Bude menej rožkov, zdravotníctva a smartfónov. Čím väčší objem peňazí by v močiarí ľudia nachádzali, k tým väčšej deformácii štruktúry ekonomiky Krugmanistanu by došlo. Keď si v tejto metafore zameníme USA za Krugmanistan, finančný sektor za džungľu, Alana Greenspana za Boha, finančné inštitúcie za prevádzkovateľov kasín a barov, získame približnú predstavu, čo sa pred krízou vlastne v monetárne stimulovanej americkej ekonomike dialo.

### Na postavenie ozajstného domu potrebujete minúť ozajstné úspory

Z popísaného rozdielu medzi finančným a reálnym kapitálom by malo byť jasné, že ozajstný kapitál nemôže vzniknúť rozhodnutím centrálnej banky alebo monetárnou expanziou v bankovom systéme. To isté platí o úsporách. Finančné úspory sú len reprezentáciou, hlasovacími právami k reálnym úsporám v podobe nespotrebovaných statkov a služieb v ekonomike. Na to, aby ste postavili dom, nestačia bankovky alebo čísla v internetbankingu. Potrebujete betón, oceľ, tehly

a maltu. Tie vzniknú iba vtedy, ak ich niekto predtým vyrobil a celú produkciu ne-spotreboval. Teda usporil.

Usporiť znamená minúť menej, než dovoľuje existujúci príjem. Nezjesť, neprecestovať, nenakupovať toľko, koľko sa dá. Nepostaviť nový dom, nekúpiť nové auto či práčku. Reálne úspory vytvárajú v ekonomike rozhodnutia okamžite nevyužiť všetky vlastnícke práva k časti ekonomiky v podobe peňazí na spotrebu, ale ich uplatnenie odložiť do budúcnosti. Ak uložíme usporené peniaze do banky a banka z nich poskytne úver podnikateľovi, namiesto nás bude kúpnu silu našich peňazí dočasne uplatňovať práve on. Odmenou bude úrok a naša vyššia spotreba v budúcnosti. Na to, aby sa reálne vytvárali nové úspory v ekonomike, však netreba ísť do banky alebo nakúpiť dlhopisy podniku. Samotná absencia spotreby a jej odloženie do budúcnosti postačuje na hromadenie úspor v podobe kapitálových statkov a zvyšovanie produktivity v ekonomike. Inak povedané, aj schovanie peňazí pod vankúš je pre ekonomiku sporením zvyšujúcim produkciu. Rožok, ktorý spotrebiteľ nezje, oceľ, ktorá sa neminie na jeho nové auto, a betón, ktorý sa neutopí v základoch jeho nového domu, je aj napriek tomu, že svoje konkrétne peňažné poukážky nikomu inému priamo nepožičia, k dispozícii ostatným ľuďom v ekonomike. Absenciou hlasovania svojich peňazí sa síce zbavuje možnosti výberu konkrétneho podnikateľa, ktorému kúpnu silou jeho peňazí v danom období umožní rozšíriť akčný rádius, no i tak svoje úspory ekonomike poskytne. Rozhodnutím uložiť ich pod perinu zníži ceny ostatných statkov a umožní spotrebu namiesto seba druhému v nekonečnom rade dopytujúcich. Aj vďaka nemu môžu podnikatelia pri nezmenenom príjme lacnejšími rožkami nakrmiť ďalšieho robotníka, z lacnejšej ocele vyrobiť ďalší stroj a z lacnejšieho betónu postaviť novú fabriku. Kumulácia úspor v ekonomike umožňuje nielen väčšiu spotrebu, ale hlavne vyššie investície do produkcie kapitálových statkov. Keď centrálna banka s bankovým systémom vytvára nové peniaze, tieto fiktívne papierové úspory znižujú úroky, no bez toho, že by v ekonomike zároveň rástli reálne úspory vďaka zvýšenej produkcii či zníženej spotrebe ľudí. Tieto falošné signály v zložitom procese ekonomickej koordinácie narobia množstvo chýb.

Proces vstupu papierových úspor si môžeme ilustrovať na našich imaginárnych laboratórnych ekonomikách. Dajme tomu, že sporovlivosť ľudí v Rothbardlande vedie k veľkému objemu úspor a k nízkym trhovým úrokom. Tie umožňujú kapitálovo náročné podnikateľské projekty, ako stavbu priehrad či aplikovaný výskum, ktoré zvyšujú produktivitu krajiny. Úvery podnikateľom sú kryté ozajstnými potravinami, oceľou a betónom, ktoré môže podnikateľ za peňažné žetóny z úveru nakúpiť. V Krugmanistane však panuje presvedčenie, že cesta k prosperite vedie skôr cez spotrebu. Ľudia spotrebovávajú toľko, koľko môžu. Úspory v krajine sú minimálne a nedostatok reálneho kapitálu sa odráža vo vysokom trhovom úroku. Predstavitelia krajiny však nemienia v investíciách a produktivite zaostávať za susedným Rothbardlandom. Rozhodnú sa preto úroky centrálnou bankou tlačiť na



nižšie úrovne. Hlavným nástrojom je produkcia peňazí, ktoré umožnia bankám poskytnúť množstvo úverov podnikateľom. No tieto úvery z novovytvorených peňazí nie sú kryté skutočnými dodatočnými statkami, ktoré by boli celej ekonomike k dispozícii. Podnikateľ, ktorý chce nové žetóny použiť, zistí, že potravín, ocele a betónu je rovnaký nedostatok ako predtým. Nedostatok pri rastúcom množstve peňazí trh rieši rastom cien. Podnikateľ môže vďaka novým peniazom v rukách zaplatiť za požadované statky vyššiu cenu, ktorou predbehne v rade dopytu všetkých ostatných, ktorí sa k novým peniazom ešte nedostali. Nasledujúci postupný nárast cien zníži cez pokles kúpnej sily všetkých žetónov spotrebu ostatných ľudí v ekonomike. Vďaka poskytnutiu úveru podnikateľom z novovytvorených peňazí sú tak cenovou infláciou ostatní ľudia nakoniec donútení niečo ušetriť napriek svojmu nezmenenému sklonu k spotrebe. Ich pôvodné príjmy nestačia pri tom istom objeme spotreby vykryť nové vyššie ceny. Rastúce ceny zároveň znížia návratnosť rozbehnutých dlhodobých investičných projektov a znížia tak motiváciu pre kapitálové investície. Na druhej strane nízke úroky a rastúce ceny povedú k ešte menšej ochote šetriť, čo zhorší problém nedostatku reálnych úspor.

### Nekresťanský úrok

Existenciou úroku si lámu ľudia hlavy tisícročia. Minimálne tak dlho sa poskytujú úročené úvery. Pôžičky založené nehnuteľnosťou alebo iným majetkom sa spomínajú v Biblii, Zend Aveste alebo vo Védách. Lámanie hláv je zvyčajne neúspešné. Väčšina ľudí úroku nikdy nerozumelo, a preto by ho najradšej zrušili. Úrok vyzerá tak nespravodlivo. Ty mi dáš stovku a ja ti mám o rok vrátiť stodesať? To isto, peniaze sa nemnožia zo samotných peňazí! Úrok bol často v histórii tabuizovaný, kontrolovaný či priamo zakázaný.

Babylončania<sup>171</sup> síce úrok povoľovali, no limitovali jeho maximálnu výšku. Poskytovanie pôžičiek za úrok odsudzoval Platón, Aristoteles či Cato. V starom Ríme síce boli krátke obdobia, keď bolo požadovanie úroku zakázané, no väčšinou bol iba oficiálne stanovený jeho strop.<sup>172</sup> Starí Gréci žiadne limity na úrok neuznávali, zakázali akurát dlhové otroctvo neplatiacich dlžníkov.<sup>173</sup> Stredoveké kanonické zákony úrok priamo zakazovali. Podľa Viedenského koncilu rímskokatolíckej cirkvi v roku 1311 „*kohokoľvek, kto bude tvrdohlavo nástožiť, že vyžadovanie úroku nie je hriechom, treba potrestať ako kacíra*“.<sup>174</sup> <sup>175</sup> Pritom podľa ich vlastných textov sa zdá, že samotný Ježiš s úverovaním za úrok problém nemal. V Evanjeliu podľa Matúša v kapitole 25 dá pán svojim sluhom spravovať svoj majetok. Tých, ktorí znásobia hodnotu peňazí obchodovaním, vychválil. Jeden sluha však zverené peniaze iba zakope. A to je chyba. Po návrate pána mu mohol vrátiť len identickú, nezúročenú sumu, aká mu bola predtým zverená. To, že sluha nielenže sám s peniazmi nič nepodnikol, no ani mu len nenapadlo dať peniaze za úrok bankárom na pôžičky, pána

natolko rozčúlilo, že mu dal okamžitú výpoveď: „Zlý a lenivý sluha! Vedel si, že žnem, kde som nesial, a zbieram, kde som nerozsýpal? Mal si teda moje peniaze dať peňazomencom a ja by som si bol po návrate vybral, čo je moje, aj s úrokmi. Vezmite mu talent a dajte ho tomu, čo má desať talentov. Lebo každému, kto má, ešte sa pridá a bude mať hojne. A kto nemá, tomu sa vezme aj to, čo má. A neužitočného sluhu vyhodte von do tmy; tam bude plač a škrípanie zubami.“<sup>176</sup> Starý zákon na viacerých miestach odsudzuje úrok, ale v zákonodarných textoch spresňuje, že sa zakazuje požičiavať na úrok iba bratovi, nie cudzincom,<sup>177</sup> a človeku v núdzi, aby sa nezneužívala sociálna situácia ostatných členov spoločnosti na vlastné obohatenie.<sup>178</sup>

Snahy o potlačenie úrokov oficiálnymi zákazmi mali podobný úspech, ako keby zakázali gravitáciu alebo sex. Úrok nikdy celkom nevymizol. Zákazy boli obchádzané či rovno ignorované rôznymi maskovacími poplatkami, napríklad za „neskoré“ splatenie úveru. Goldman Sachs stredoveku – talianska banka Medici pre zákaz vyplácania úžerníckych úrokov za týmto účelom skrývala úročené úvery od svojich bohatých klientov vytváraním zdanlivých termínovaných vkladov, tzv. „depositum confessatum“.<sup>179</sup> Keď bol úver na financovanie banky spolu s úrokom splatný klientovi, banka sa „priznala“, že tento termínovaný vklad nevie okamžite vyplatiť, za čo klienta patrične odškodnila vyplatením pokuty, ktorá mala výšku trhového úroku.

Úrok aj napriek tisícročia trvajúcej kampani svetských a cirkevných autorít prežil. Ostala aj snaha o arbitrárne určenie jeho maximálnej výšky, nad ktorou sa nachádza v slušnej spoločnosti netolerovaná úžera.

## Úrok ako odmena za čakanie

Marshmallow cukrík na tanieriku priamo pod nosom. Tanierik na stole v prázdnej miestnosti bez čohokoľvek, čo by mohlo rozptýliť hladnú detskú myseľ. Sladučká farebná mäkká hmota neúprosne púta pozornosť pokusného králik. Sliny sú na prijatie sústa už dávno nachystané. „Len ho ovoniam,“ pomyslí si štvorročný chlapec a požmolí vytúženú sladkosť v ruke tesne pod nosom. „Len ho olížem,“ no ruka samovoľne sladkú penu prepraví do otvorených úst. Týmto krokom sa dieťa pripravilo o druhý cukrík. Ten bol odmenou sľúbenou za to, že so zjedením prvého trochu počkajú. Svojou neschopnosťou odolať pokušeniu mať niečo hneď tak v pokuse standfordských psychológov známym pod názvom Marshmallow test nejedno dieťa odmietlo úrok zodpovedajúci zhodnoteniu 3 503 900% ročne.

Pri rozmyšľaní o úroku sa nemožno obmedziť len na predstavu finančnej platby za poskytnutý úver. Peňažný trhový úrok, ktorý zaplatíte na hypotéke alebo spotrebnom úvere, je len jednou z jeho foriem. Úrok je výmenný pomer, určujúci koľko statkov dostaneme tam a vtedy, ak sa vzdáme nejakých statkov tu a teraz. Takzvaný pôvodný úrok,<sup>180</sup> z ktorého vychádzajú rôzne jeho prejavy, ako napríklad predražené percentá, ktoré platíte za neskoré splatenie kreditky, vychádza z rozdielneho

hodnotenia cieľa a prostriedkov vynaložených na jeho dosiahnutie. Je charakteristickou črtou ľudského konania. Pôvodný úrok môže viesť k pozitívnemu, ale i negatívnemu peňažnému úroku. Ak kapitalista investuje úspory do podnikania, ktoré vytvorí 10-percentný výnos, potom sa pôvodný úrok prejaví 10-percentným peňažným úrokom. Ten istý kapitalista však môže mať pri inej svojej investícii za cieľ poskytovanie zdravotnej starostlivosti na neziskovom princípe. Prevádzka jeho nemocnice bude generovať stratu, čiže negatívny peňažný úrok napriek tomu, že počet ošetrovaných a kvalita poskytnutej zdravotnej starostlivosti naplnia jeho očakávanie, a teda týmto nepeňažným výnosom dosiahne pozitívny pôvodný úrok.<sup>181</sup>

Absolútna suma, ktorú ľudia požadujú za požičanie zdrojov, rastie s časom. Táto časová zložka úroku je normálnym ekonomickým javom, ktorý vyplýva z ľudskej prirodzenosti a rastúcej neistoty s predlžovaním čakania. Ľudia preferujú pôžitok dnes pred pôžitkom zajtra a subjektívna intenzita nezasýtenej potreby v čase zvykne rásť. To, aký veľký rozdiel je medzi hodnotením uspokojenia nejakej potreby dnes a zajtra, závisí od mnohých faktorov, ktoré sa neustále menia. Niektorí ľudia majú túto časovú preferenciu vyššiu, sú netrpezliví. Rast subjektívnej intenzity ich potrieb je rýchly. Nech už je dôvod ich nedočkavosti genetický, naučený alebo vyvolaný životnými podmienkami či skúsenosťami, chcú všetko najradšej hneď. Preto nemajú žiadne alebo len malé úspory a ak niekomu požičajú kapitál, tak iba za vysoký úrok. Vysokú časovú preferenciu majú napríklad deti alebo kriminálnici. Časová preferencia sa líši naprieč kultúrami, najnižšiu časovú preferenciu podľa dotazníkov zisťovali u nemeckých, nordických a anglických a najvyššiu naopak u afrických skupín.<sup>182</sup> Časová preferencia však nie je nutne človeku daná do kolísky. Zvyšujú alebo naopak znižujú ju aj rôzne životné udalosti, skúsenosti alebo meniac sa životná úroveň. Bohatnutie, sprevádzané naplnením všetkých najintenzívnejších potrieb, posunie človeka k uspokojovaniu menej intenzívnych chutí, ktoré je ochotnejší odložiť. Miliónárovi úžernícku pôžičku nenanútite, ani keď je pred výplatou.

Úrok sa zvyšuje aj s rastúcim rizikom, že sa potrebu v budúcnosti z nejakého dôvodu nepodarí uspokojiť. Čím dlhšie treba čakať, tým je vyššie riziko nenaplnenia potreby. Môže to byť napríklad nespoľahlivosťou druhej strany. V nasledujúcich opakovaníach marshmallow štúdie použili dva rôzne druhy výskumníkov, ktorí deťom sľubovali dvojitú odmenu. Deti, ktoré dostali sľub od experimentátora, ktorý dovtedy splnil všetko, čo sľúbil, čakali v priemere štyrikrát dlhšie ako tie, ktorým zdvojenú sladkú odmenu sľuboval človek, ktorý im pred experimentom nedoniesol napriek sľubu pastelky.

Na časovú preferenciu ľudí má preto vplyv aj stabilita sociálneho prostredia, vratkosť spoločenského systému či napríklad hroziaca smrť. Aj tieto faktory môžu čiastočne vysvetľovať rozličnú výšku zistenej časovej preferencie rôznych svetových kultúr. Obyvatelia mesta, ktoré má zničiť meteorit alebo postupujúca armáda, už príliš nešetria. Skôr sa budú oddávať hodovaniu, či už v oblasti spotreby nasporeného kapitálu, alebo telesných pôžitkov, bez ohľadu na dlhodobé, pre nich



neexistujúce následky. Vyššiu časovú preferenciu budú mať aj pacienti s rakovinou pankreasu alebo bezdetní dôchodcovia. Naopak, koniec vojny a možnosť opätovne spriadať dlhodobé plány povedie k zníženiu časovej preferencie a väčšej ochote šoriť. Časovú preferenciu znižuje aj dospievanie spojené s rastúcou kontrolou svojho okolia a zdrojov. Dospelý si už môže byť pomerne istý, že odložené cukríky mu nevyjedia súrodenci alebo mu ich nezakáže na druhý deň zjesť mama.

## Úrok nie je cena peňazí, ale cena úveru

Peňažný trhový úrok je cena úveru. Dlžník platí úrok za to, že môže už dnes použiť kapitál, ktorý zarobí alebo vytvorí až zajtra. Úrok veriteľa kompenzuje za to, že sa kapitálu, ktorý už dnes mohol spotrebovať, na dohodnuté obdobie vzdá. Úrok nie je cena peňazí, ako sa často uvádza. Cena peňazí je množstvo statkov, ktoré za ne možno kúpiť. Ak hovoríme, že cena fľašky koly je jedno euro, potom logicky cena jedného eura je jedna kola. Úrok je cena za jedno euro dnes, vyjadrená v eurách budúcnosti.

Úrok, ako každá iná cena, vzniká na trhu interakciou medzi ponukou a dopytom. Dopyt vytvárajú všetci, ktorí momentálne potrebujú kapitál, najmä podnikatelia na svoje investičné projekty. Vytvárajú ho však aj spotrebitelia, ktorí sa nevedia dočkať budúcich príjmov a chcú svoju spotrebu za pomoci úverov vyhladiť v čase. Ponuku kapitálu tvoria úspory ľudí, ovplyvnené ich časovou preferenciou, príjmami a plánmi do budúcnosti. V trhovom úroku sa okrem samotnej časovej preferencie nachádzajú ešte iné zložky, ako kreditné riziko veriteľa, čiže platba, ktorá by mala pokryť riziko toho, že veriteľ úrok nebude schopný splácať, ale aj riziko inflácie – straty kúpnej sily meny, v ktorej sa úrok poskytuje.

Dopyt po kapitále v podobe investičného dopytu je limitovaný produktivitou v ekonomike. Trhový úrok tak obmedzuje miera návratnosti. Tú určuje rozdiel medzi hodnotou prostriedkov a cieľov v ekonomike, teda medzi tým, čo sa na produkciu spotrebuje, a hodnotou vyprodukovaných statkov a služieb.<sup>183</sup> Miera návratnosti závisí od toho, akým spôsobom podnikatelia pospájajú kapitálové statky a faktory produkcie v ekonomike. Rôzne miery návratnosti na rôznych miestach v ekonomike sa postupne vyrovnávajú vďaka tendencii kapitálu tiecť tam, kde je produktivita najvyššia. Novoprichádzajúci kapitál súťažiaci o existujúce zisky postupne mieru výnosu znižuje k priemeru v ekonomike. Výška trhového úroku podnikateľom a spotrebiteľom signalizuje, koľko je v spoločnosti dostupného kapitálu. Je dôležitým faktorom pri rozhodovaní o investíciách. Na druhej strane rast alebo pokles úroku motivuje buď viac šetriť, alebo spotrebovávať. Keďže trhovým úrokom sa diskontujú všetky budúce príjmy, jeho výška má zásadný vplyv na ceny aktív a na to, do akej časovo náročnej produkčnej štruktúry sa oplatí investovať. Teda či postaviť radšej fabriku na roboty na výrobu áut alebo pekáreň rožkov, či nakúpiť akcie, dlhopisy, alebo kapitál radšej minúť. Úrok je preto najdôležitejšou cenou v ekonomike, ktorá určuje alokáciu kapitálu v čase.

## Za každým chlebom je pole a mlyn- produkčná štruktúra ako výrobná linka ekonomiky

Jeden zo zakladateľov rakúskej ekonomickej školy Eugen von Böhm Bawerk, ekonóm pôsobiaci v druhej polovici 19. storočia vo Viedni, poznamenal, že „vyspelosť národa“ sa odzrkadľuje v jeho úrokovej miere - čím vyššia „inteligencia obyvateľstva a jeho morálna“<sup>184</sup> sila, tým nižší jeho úrok. Moderní centrálni bankári tento vzťah postavili na hlavu. Umelým znižovaním úroku sa snažia dosiahnuť to, čo nízke úroky vyvoláva. Napodobňovaním hrmenia sa snažia vytvoriť blesk.

Úroková miera vstupuje do všetkých podnikateľských kalkulácií, ktoré sú vypracované na obdobie dlhšie ako pár dní. Preto ak centrálna banka mení základnú úrokovú sadzbu, ktorá ovplyvňuje všetky trhové úroky v ekonomike, podnikatelia sa z toho môžu zblázniť. S meniacim sa úrokom sa mení aj ziskovosť alebo stratovosť projektov, do ktorých chcú investovať. Čo je horšie, zasadanie bankovej rady a následné nečakané zmeny úrokov menia aj ziskovosť projektov, do ktorých už investovali v minulosti. Arbitrárna manipulácia úrokov rozbiť kapitálovú štruktúru ekonomiky. Spotrebné statky, s výnimkou jablák, nerastú na stromoch. Treba ich vyrobiť. Na to je potrebná postupná a zložitá interakcia rôznych kapitálových statkov, práce, prírodných zdrojov a podnikania.<sup>185</sup> Na to, aby ste si dnes mohli odhryznúť z chleba, musel v minulosti niekto iný porať a pohnojiť pole, zasadiť obilie, zožať ho kombajnom, namlieť múku, tú prepraviť dodávkou spolu s inými surovinami k pekárovi. Ten z nej v elektrickej peci upiekol chlieb, ktorý po jeho transporte maloobchodník vystavil v prenajatom priestore na regáloch, a vy ste si ho kúpili. Za každým spotrebným statkom je pre bežného spotrebiteľa neviditeľná, niekedy kratšia, inokedy dlhšia reťaz prepojených kapitálových statkov, ako sú technológie, materiály či energia, ktorých koordinovaná interakcia sa skončí v podobe spotrebného statku alebo služby.

Zaujímavým javom a charakteristickou črtou produkcie je, že zdĺhavejší produkčný proces, náročnejší na kapitál, väčšinou vedie k vyššej produktivite. To znamená, že za menej vstupov získame viac výstupov. Dlhšia produkcia kapitálových statkov, ktorú môžeme podniknúť vďaka existujúcim úsporám, z ktorých počas natiahnutého produkčného procesu žijeme, umožňuje zapracovať do pomocných nástrojov viac „prírodných síl“,<sup>186</sup> ktoré znásobujú budúce množstvo vyprodukovaných spotrebných statkov. Ak investujeme čas a zdroje do výroby stroja na automatické miesenie cesta a jeho následné pečenie, získame za rovnaký čas viac chlebov, ako keby to musel všetko robiť pekár ručne. Vyššia produktivita dlhších produkčných procesov vysvetľuje pre mnohých ekonómov nepochopiteľný jav, ako môže ekonomika rásť aj pri klesajúcej okamžitej spotrebe. Ak sa existujúce statky uvoľnia vzhľadom na nižší dopyt zo stupňov bližšie k spotrebe a investujú sa do vzdialenejších miest od spotreby alebo dokonca do celkom nových stupňov, potom dôjde k natiahnutiu produkčnej štruktúry. Tým sa zvýši celková produktivita ekonomiky

a narastie množstvo vyprodukovaných statkov na spotrebu alebo ďalšie investície. Princíp, ako dočasné odriekanie môže viesť k budúcemu nadbytku, sa dá ilustrovať na jednoduchej ostrovnej ekonomike.

Ak Robinson nezje každý deň všetky ryby a mäkkýše, ktoré v daný deň ulovil holými rukami, nasporený kapitál v podobe sušených rýb mu umožní prežiť týždeň alebo dva, počas ktorých sa nebude venovať zberu a lovu, ale namiesto toho sa popasuje s výrobou člna a upletením rybárskej siete. Táto investícia sa mu niekoľkonásobne vráti, keďže za deň lovu s novými kapitálovými statkami naloví omnoho viac rýb. Ostrov je tak vďaka hojným spotrebným statkom nachystaný na populačnú explóziu. Robinson sa okrem Piatka môže ujať aj Soboty a Nedele, aby sa im mohol narodiť Pondelok.

Vo svojej ekonomickej podstate sú investíciami do kapitálu aj nákupy statkov dlhodobej spotreby, ako je napríklad dom či práčka. Tieto statky poskytujú služby, ako je miesto na prespatie či čisté oblečenie, dlhodobo, až kým sa táto ich schopnosť nevyčerpá, napríklad vybývaním bytu alebo pokazením práčky. Kapitálovou investíciou je aj kultivácia ornej pôdy alebo študijný pobyt, ktorým zvýšime hodnotu ľudského kapitálu. Ďalšou vlastnosťou kapitálu, na ktorú neradno zabudnúť, je jeho znehodnocovanie používaním. Kapitál sa ako všetko okolo nás, ale aj v nás samotných, opotrebováva. Mieru a rýchlosť straty jeho produktivity by v účtovníctve mali zohľadňovať odpisy. Do udržania produkčnej schopnosti kapitálu treba neustále priebežne investovať, inak sa znižuje objem disponibilného kapitálu, a tým aj produktivita.

Naším predkom a ich celoživotnému šetreniu môžeme byť vďační, že dnes môžeme mať skutočne komplikovanú a produktívnu kapitálovú štruktúru. Kapitálové statky, ktoré tu zostali po predchádzajúcich generáciách, predstavujú pre súčasnú spoločnosť obrovský poklad. Reálny kapitál je zhmotnením koncentrovaného uspokojeného času a driny a vďaka nemu stačí dnes už pridať pár lyžičiek ľudskej práce a výsledkom je záplava spotrebných statkov. Význam množstva a kvality dostupného kapitálu pre blahobyt spoločnosti ilustroval nepodarený experiment so socializmom v Európe. O nič bystrejší, pracovitejší či lepší západní Nemci si v porovnaní s východniarmi žili ako králi len preto, lebo sa o ich kapitál starali kapitalisti a nie popletení funkcionári. Kapitalista nedopustil neefektívnu alokáciu kapitálu, jeho spotrebu a predchádzal jeho opotrebovávaniu pravidelnými investíciami. Zato vo východnom Nemecku, kde bol kapitál každého a zároveň nikoho, sa neustále míňal na krytie spotreby a vytváranie zdania prosperujúcej socialistickej spoločnosti či hýrenie funkcionárov vedúcej strany. Stačilo 40 rokov žitia z podstaty, teda čerpania rezerv existujúceho kapitálu, aby východné Nemecko šokujúco zaostalo za životnou úrovňou svojich západných susedov. Keď si uvedomíme existenciu komplikovanej siete kapitálových statkov, ktoré v každom momente pracujú na spotrebných statkoch budúcnosti, začne byť jasné, aké negatívne efekty môže mať manipulácia trhových úrokov centrálnou bankou.



Ceny kapitálových statkov sú určované očakávanými cenami spotrebných statkov predaných v budúcnosti. Tieto budúce príjmy z realizovaných predajov však treba diskontovať trhovým úrokom v danom období. A tu je pes zakopaný. Ak úradníci v centrálnej banke hýbu s úrokom, nutne ovplyvňujú to, či sa vyplatí kopať základy na nový hotel alebo začať s dizajnom nového automobilu. Súčasná hodnota príjmov z prenajímania izieb či z predaja automobilu o 10 rokov sa zásadne líšia pri úroku 2 alebo 7%. Čím dlhší je produkčný proces, tým výraznejší efekt bude mať zmena úroku na jeho konečnú ziskovosť. Rast základných úrokov určených centrálnou bankou, od ktorých sú odvodené ostatné úroky v ekonomike, preto pravidelne posieľa do likvidácie množstvo investičných projektov.

### **Pomýlené investície, pomýlená spotreba – opitý dirigent a falošné tóny podnikateľov v produkčnej symfónii**

Takzvaný čistý trhovú úrok, čiže bez vplyvov rizika a inflácie, určuje diskont medzi jednotlivými stupňami produkcie. Z hľadiska rovnováhy, ku ktorej systém smeruje, je totožný s mierou ziskovosti v ekonomike. Tento trhovú úrok môže v nemanipulovanej ekonomike klesať z dôvodu zmien v ponuke alebo dopyte po úsporách. Napríklad poklesne investičný dopyt po nasporení reálnom kapitále zo strany podnikateľov, ktorí nevidia toľko príležitostí na jeho výnosné umiestnenie, čo ho urobí lacnejším. Alebo vzrastie ponuka reálnych úspor väčšou mierou úspor obyvateľstva. Takýto rast úspor je sprevádzaný poklesom obratu v stupňoch produkcie bližšie k spotrebe, keďže ušetriť na úver podnikateľovi sa dá iba to, čo sa neminie na iPhone alebo alkohol. Naopak, vyššie úspory vedú k rastu investícií v stupňoch produkcie vzdialenejších od spotreby.<sup>187</sup>

V ekonomike s moderným finančným systémom, kde základnú úrokovú sadzbu určuje centrálna banka, je to však trochu inak. Úroky klesajú aj bez toho, aby sa čokoľvek udialo s dopytom či s ponukou reálnych úspor v ekonomike. Úrok môže jednoducho klesnúť preto, lebo sa tak rozhodlo niekoľko šedivých pánov a žien s titulom PhD. z ekonómie v neprimerane honosnej štátnej budove. Táto falošná cena narobí kopu problémov. Na začiatku sú všetci radi. Hádam s výnimkou sporiteľov, ktorí majú nižšie výnosy zo svojich úspor. Začiatok inflácie, nafukovania množstva peňazí v obehu, všetci milujú. Inflácia je v počiatočných fázach čistým ekonomickým dobrom. Povestným obedom zadarmo, ktorý by v ekonomike nemal existovať. Kto by nemal rád úvery za babku pre každého? Monetárna stimulácia Fedom pred krízou mala podobné efekty, ako keby zrazu pod Wall Street objavili nádrž s päťročnou produkciou ropy Spojených arabských emirátov. Pritom sa len zväčšil počet merných jednotiek a celá ilúzia bola postavená na máťúcom procese úpravy cien, ktorý zapracoval túto zmenu. Namnožené peniaze znižujúce trhovú úroky vyslali ekonomickým aktérom falošné signály, že o danú sumu narástlo re-

álne bohatstvo spoločnosti. Okamžite narástol ekonomický optimizmus, a tým aj ochota zadlžovať sa. Ľudia zrazu očakávali vyššiu produktivitu, a tým aj udržateľnosť vyššieho dlhu, ako mali dovtedy.

Investičné úvery pre podnikateľov zlacneli, spotrebitelia si mohli brať väčšie spotrebné úvery a hypotéky. Domácnosti a podnikatelia prispôbia svoje správanie domnelému zväčšenému rezervoáru reálnych úspor tým, že viac spotrebovávajú a investujú a menej sporia, nevediac, že ide o monetárnu fatamorgánu. Podniky rozširujú capacity. Všade sa stavia, rozbiehajú sa projekty najvyšších budov miest, krajín či dokonca sveta.<sup>188</sup> Monetárna ilúzia vedie k ambicióznym investičným projektom s extrémne dlhou návratnosťou, ktoré sa pri neprirodzene nízkych úrokoch zdajú byť ziskové. Kapitalistom rastie vďaka nižším úrokom výnos hraničného investovaného doláru, čo ich tlačí do rizikovejších investičných vôd. Redukcia úrokov neproporcionálne zvyšuje ziskovosť najmä zdĺhavejších produkčných procesov. Z monetárnej expanzie preto zvyknú najviac profitovať sektory ekonomiky vzdialené od spotreby alebo statky dlhodobej spotreby. Vidno preto množstvo nových investícií, napríklad v sektore komerčných nehnuteľností alebo v produkcii nerastných surovín, v technologicky náročnej a zdĺhavej výrobe, alebo v raste predaja domov a áut. Pritom práve hodnota dlhých projektov je extrémne citlivá na presnosť informácií, týkajúcich sa úrokovej miery v ekonomike. Tieto projekty sú extrémne zraniteľné, keďže čím je projekt dlhodobejší, tým dlhšie obdobie môžu nové informácie narušiť jeho ziskovosť.

Keďže kapitál a práca sa v prevažnej miere navzájom dopĺňajú (sú komplementy), rastom úverov rastie aj dopyt po pracovnej sile, čo sa prejaví rastúcou zamestnanosťou a rastúcimi mzdami nielen v najviac boomujúcich sektoroch, ale naprieč celou ekonomikou. Na rast súčasnej hodnoty budúcich príjmov reagujú aktíva a kapitálové statky rastom, znižovanie úrokov dvíha ceny domov, akcií. Nafukuje sa nominálne čisté bohatstvo, teda rozdiel medzi majetkom a záväzkami ľudí. Tí papierové bohatnutie oslavujú ešte väčšou spotrebou. Podnikom rastú zisky, štátom príjmy z kapitálových či príjmových daní a odvodov. Politikov do ich míňania nútiť netreba. Ešte viac začnú rozhadzovať, krytí rúškom rastúcich daňových príjmov, ktoré na nejaký čas zamaskujú ich fiškálnu nezodpovednosť. Boom vidno na každom kroku, či v súkromnej, alebo vo verejnej správe. O tom, že je falošný a postavený na hlinených nohách monetárnej stimulácie, nikto nechce počúvať. Komu takéto spiatočnicke kuvikanie pomôže?

Toto novoobjavené bohatstvo spoločnosti je zdanlivé. Produkčná štruktúra ekonomiky sa adaptuje na novú realitu, ktorá je však postavená na omyle. Symfónia rôznych podnikateľských činností, z ktorých je vyskladaná výrobná linka ekonomiky, je synchronizovaná práve úrokom. Umelo, novými peniazmi z centrálnej banky znížený úrok funguje ako opitý dirigent. Výsledkom síce nie je totálna kakofónia, no netreba ani skúsené ucho na zistenie, že niečo nie je v poriadku. Zbesilé tempo sa neskončí hodnotným zážitkom. Okrem počtu peňažných žetónov sa v skutoč-

nosti nič nezmenilo. Ekonomika nemá k dispozícii viac reálnych úspor, ako signalizuje nízky úrok. Práve naopak, zvýšená spotreba, nové pomýlené investície a znížená ochota ľudí šetriť za nižšie úroky dostupné úspory skôr zníži. V ekonomike nie je dostatok reálneho kapitálu na to, aby sa udržiavali pri ekonomickom živote všetky existujúce či nové investičné projekty, a zároveň aby ľudia spotrebovávali na doterajších úrovniach. Niektorí musia ustúpiť. Ide o podobnú situáciu, ako keby Robinson po týždni stavby člna zistil, že mu Piatok pri rozhodovaní o začatí stavby člna zle spočítal, koľko majú k dispozícii reálneho kapitálu – sušených rýb. Prázdna špajza a škvŕkajúci žalúdok ho donúti prerušiť rozbehnutý projekt výroby kapitálového statku – člna, prepustiť Piatka a vrátiť sa k lovu z brehu. Projekty, ktorých ziskovosť je podmienená umelým úrokom pod jeho prirodzenou hodnotou, musia skôr či neskôr zaniknúť. Nie sú postavené na ekonomickej realite, ale na prianiach politikov a ich úradníkov. Môžeme ich preto nazvať pomýlenými investíciami.<sup>189</sup>

### Prasknutie bubliny, vytriezvenie a veľké upratovanie

Ľudia pravidelne podávajúci tiket číselných lotérií asi netušia, že mnoho z výhercov veľkých súm skončí s rozbitým životom, nešťastných na mizine, závislých od drog, s dlhmi a so súdnymi spormi na krku.<sup>190</sup> Okrem neschopnosti identifikovať a eliminovať predátorov v množstve nových „priateľov“, idúcich po ich peniazoch, často v koži nového sexuálneho partnera/ky, môže za to aj fakt, že svojmu úspechu príliš uveria. Jednorazový náhodný príjem si pomýlia s novoobjavenou doživotnou schopnosťou generovať bohatstvo. Po nákupe drahých hračiek a signálov statusu zistia, že na financovanie nového životného štýlu by potrebovali vyhrávať športku v pravidelných intervaloch. Prekvapivým efektom je, že výhra auta v lotérii môže ohlúpnuť aj susedov takéhoto šťastlivca. Možno u nich pozorovať výrazný nárast pravdepodobnosti, že aj oni si napriek nezmenenému príjmu kúpia nové auto.<sup>191</sup> Pri hospodárskom cykle a bublinách naletí celá ekonomika na nepodarený žart vytvorenia ilúzie zdanlivého bohatstva centrálnej banky.

Reálne úroky nemôžu navždy zostať pod ich prirodzenou úrovňou ani napriek usilovnej snahe centrálnej banky. Trhové sily nakoniec vždy a všade zvíťazia. K zisteniu, že existuje problém, dochádza vtedy, keď nové peniaze, ktorými centrálna banka chcela dosiahnuť cielený, podľa nej optimálny úrok, konečne podviňajú ceny. Rastúce ceny zalarmujú veriteľov, aby zvýšili nominálne úroky požadované za svoje úvery a neprichádzali tak o reálny výnos. Cenová inflácia donúti centrálnu banku úroky opätovne zvyšovať a zastaviť prílev nových peňazí, aby neprestrelila deklarované inflačné ciele. Divoký žúr sa v priebehu niekoľkých mesiacov mení na ekonomickú opicu. Posledná finančná kríza, nasledovaná Veľkou recesiou, sa začala prasknutím bubliny na trhu amerických nehnuteľností. Šéf Fedu Alan Greenspan zareagoval na zrýchľujúcu cenovú infláciu po roku 2004 postupným zvyšovaním základných



úrokov z 1,75 na 5,25%. Ani táto snaha o druhé mäkké pristátie, t. j. postupným vycúvaním z následkov predchádzajúcej monetárnej stimulácie, sa mu nepodarila. Postupné zvyšovanie úrokov po miniatúrnych krôčikoch stačilo na to, aby sa ekonomika v roku 2007 začala prepadať. Namiesto mäkkého pristátia dosadla tak tvrdo, že sa zrútil aj finančný systém.

Ceny aktív reagujú na rast úrokov poklesom, keďže klesá súčasná hodnota budúcich príjmov, ktoré sľubujú generovať. Klesajúce ceny akcií a najmä domov schladili optimizmus domácností, ktoré niekoľko rokov mylne považovali rast cien svojich aktív za trvalý rast bohatstva. Stagnácia a následný plošný prepád cien domov šokoval finančné inštitúcie. Nehnutelnosti zrazu prestali poskytovať poisťenie proti výpadkom splátok zo strany menej kvalitných hypotekárnych dlžníkov. Vzhľadom na popularitu hypoték s pohyblivou úrokovou mierou, odvíjajúcou sa od základnej úrokovej miery Fedu, mala centrálna banka na ceny nehnuteľností priamy vplyv. Rastúce splátky hypoték začali požierať čoraz väčšiu časť príjmov amerických domácností. Mnohé zistili, že žili v domoch, na ktoré v skutočnosti nemajú. Nesplácané hypotéky uvoľnili záplavu opustených domov, ktoré sa vracali na trh nehnuteľností, a ešte viac zrýchľovali pokles cien. Bublina v nehnuteľnostiach začiatkom roku 2007 nakoniec praskla. Prepád cien domov a s tým súvisiace problémy hypotekárnych dlžníkov viedli ku kolapsu cien hypotekárnych cenných papierov, ktoré zrazu nik nechcel nakupovať. Keďže boli rozdistribuované po finančných inštitúciách celého vyspelého sveta, straty sa neobmedzili len na USA a prejavili sa už opísanými problémami peňažných trhov od začiatku roka 2007.

### **Rast úrokov pokazí dlhovú zábavu – keď bankám prestane ísť karta**

Na to, aby banky prešla dobrá nálada po zvyšovaní úrokov centrálnou bankou, ani nemuseli mať nakúpené toxické hypotekárne cenné papiere. Sprísnenie monetárnej politiky má devastujúci účinok na ich finančné zdravie. Kým znižovanie úrokov cez rýchlejší rast trhovej ceny dlhodobých aktív opticky zvyšovalo ich vlastný kapitál, a tým aj solventnosť, zvyšovanie úrokov má presne opačný efekt. Trhová cena dlhodobých aktív na súvahách bánk poklesne. Naopak, vklady obyvateľstva alebo krátkodobé úvery z medzibankového trhu, ktorými banky aktíva financujú, stratia na cene výrazne menej. Rýchlejší prepád hodnoty pohľadávok ako pokles hodnoty záväzkov vedie k účtovným stratám. Hodnota vlastného kapitálu klesne a banke neplánovane vzrastie veľkosť finančnej páky. Na to, aby banky dostali svoju kapitálovú primeranosť na úroveň predchádzajúcu zmene úrokov, musia buď obmedziť poskytovanie nových úverov alebo úvery predávať - meniť ich za hotovosť, voči ktorej nie je nutné viazať vlastný kapitál. Dochádza k procesu „oddlžovania“, spočívajúceho v stagnácii alebo znižovaní absolútneho objemu úverov a poklesu ich ceny. Banky začnú hľadať dodatočný kapitál u investorov, ktorí sú

však v tejto fáze väčšinou natoľko vystrašení, že za poskytnutie čerstvého kapitálu požadujú pre banky veľmi nevýhodné podmienky. Proces nútených predajov bankových aktív za padajúce ceny môže ešte zintenzívniť regulátor tým, že oneskorene predstiera zodpovednosť dodatočným zvýšením kapitálových požiadaviek. Tento samoposilňujúci sa trend skončil pri mnohých veľkých bankách obslužením sa v štátnej pokladnici a rekapitalizáciou z peňazí daňových poplatníkov.

### Z rozhadzovačných dlžníkov skúpi sporitelia, z inflácie deflácia

Zvyšovanie úrokov centrálnou bankou nezasiahlo len sektor nehnuteľností. Rastúce úroky odhalili pochybnosť mnohých iných investičných projektov a ich návratnosť posunuli ďaleko do budúcnosti, ak nie rovno do nekonečna. Na zrealizovanie informácií o množstve úspor musí zareagovať celá ekonomika preskupením kapitálu. Znamená to pokles spotreby z dôvodu poklesu bohatstva domácností, zdraženia úverov, likvidáciu nerentabilných projektov a s tým spojený rast nezamestnanosti. Až 40% nových pracovných miest vytvorených po recesii v roku 2000 vzniklo práve v súvislosti s vývojom na trhu nehnuteľností (stavební robotníci, realitní makléri, spracovatelia hypoték). Len vo výstavbe rezidenčných nehnuteľností a u dodávateľov tohto sektoru pribudol v čase nafukovania bubliny medzi rokmi 2002 a 2006 takmer milión nových pracovníkov, pričom počet nezamestnaných v celej ekonomike za rovnaké obdobie klesol o 1,3 milióna. Tieto bublinové pracovné miesta po jej prasknutí zanikli a ekonomika sa prepadla do recesie.

Imaginárna celková hodnota amerických nehnuteľností počítaná z cien realizovaných predajov za 5 rokov po prasknutí bubliny klesla o 9 000 miliárd dolárov. To je viac než hodnota ročnej produkcie celej Číny a Spojeného kráľovstva dohromady. Znamená to stratu v priemere 70 000 dolárov na každú americkú domácnosť, ktorá vlastní nehnuteľnosť. Kým imaginárne zisky z rastu cien domov zmiznú neprijemne rýchlo, dlh na hypotékach zostáva. Ilúzia bohatstva sa mení na realitu nedostatku. Pomer hypotekárneho dlhu na hodnote nehnuteľnosti pri hypotékach na jednorodinné domy v portfóliu hypotekárneho agenta Freddie Mac<sup>192</sup> vzrástol z 57% v roku 2006 na 80% v roku 2011. Znamená to, že priemerný vlastník domu mal v roku 2011 v nehnuteľnosti podiel iba 20%. Priemer zakrýva, že množstvo dlžníkov bolo „pod vodou“, čiže na hypotéke dlžili viac, než bola trhovacia cena nehnuteľnosti. Po prasknutí bubliny sa pod vodou ocitlo 15 miliónov hypoték, teda každá štvrtá existujúca hypotéka. Časť z dlžníkov od týchto záväzkov jednoducho odišla, keďže ručili iba nehnuteľnosťou a v niektorých amerických štátoch je takéto odovzdanie kľúčov veriteľom legálne. Strategický bankrot síce poškodí kreditný rating dlžníka, no ak ide o státisícové sumy, je racionálnym a často využívaným riešením.<sup>193</sup>

Ľudia si uvedomili, ako ďaleko sa ocitli od svojich plánovaných dôchodkových úspor. Ťarcha existujúceho zadlženia pri nižších reálnych príjmoch začala byť neúnosná. Domácnosti namiesto pokračovania v zadlžovaní zmenili svoje správanie. Po prebudení z inflačnej ilúzie obmedzili spotrebu a začali šetriť. Pokles celkovej spotreby vedie k poklesu predaja a následne aj k poklesu zamestnanosti nielen v odvetviach s pomýlenými investíciami, ale aj v oblastiach, ktoré profitovali z prehnaného optimizmu, ako je napríklad maloobchod alebo reštaurácie.<sup>194</sup> Platí, že čím väčšia ilúzia, ktorá sa prejavuje väčším dlhom a intenzívnejším využívaním finančnej páky, tým tvrdší pád.<sup>195</sup>

Domácnosti, ale aj mnoho podnikov sa snažili celkovú úroveň dlhu znížiť splácaním starých úverov a nenabieraním nových. Na druhej strane banky v reakcii na svoje chatrné finančné zdravie a podmienky na trhu samy obmedzili úverovanie, napríklad prísnejším testovaním potenciálnych dlžníkov. Splácanie úverov však v dnešnom bankovom systéme frakčných rezerv znamená opak ich multiplikácie - zánik existujúcich peňažných jednotiek (k detailom tohto procesu sa ešte vrátíme). Zo zdanlivo stimulujúcej monetárnej inflácie tak ekonomika prechádza rovno do depresívnej monetárnej deflácie. Deflácia z dôvodu zániku peňazí môže byť ešte zrýchlená prípadným bankrotom nesolventných bánk, ktoré v hre neudrží centrálna banka vytvorením nových peňazí, ako sa stalo počas Veľkej hospodárskej krízy v USA. Zánik banky dnes znamená smrť časti peňažnej zásoby a následný tlak na pokles cien v ekonomike. Pokles cien však zvyšuje reálnu ťarchu už aj tak vysokého dlhu bánk, štátu a ostatných dlžníkov. Centrálna banka sa deflácie boja ako čert kríža. Aj preto dnes veľké banky nebankrotujú.





## Recesia

Takáto maniodepresívna ekonomická jazda pod vedením štátnych expertov v centrálnych bankách nie je zadarmo. Vytvorenie dočasnej nezamestnanosti spojenej s likvidáciou niektorých projektov a presunom kapitálu na iné miesta v ekonomike nie je jediným efektom. Chyby a odstraňovanie ich následkov znamenajú stratený čas a ničenie hodnôt. Premrhá sa najmä množstvo špeciálne zhotoveného reálneho kapitálu, ktorý nemožno presunúť a použiť inde. Väčšina kapitálu je dostatočne univerzálna na to, aby sa dala použiť po malých alebo po žiadnych úpravách aj vo výrobe iných statkov a služieb. Počítač či nákladné auto možno využiť rovnako dobre v stavebníctve ako v poľnohospodárstve. No niektoré kapitálové statky sú natoľko špecifické, že pri likvidácii produkcie, v ktorej boli použité, dôjde k ich úplnému znehodnoteniu. Nie každý projekt reaguje na zmenené podmienky rovnako rýchlo. V prípade niektorých náročných dlhodobých investícií, ktorých hodnotu ovplyvnila zásadným spôsobom zmena informácií, podnikatelia odmietajú realizáciu nákladov z prispôsobenia sa realite. Namiesto toho sú ochotní znášať náklady spojené so zlou alokáciou ich kapitálu buď v podobe nízkych výnosov, alebo rovno straty. Táto neochota premiestniť kapitál po celé obdobie životnosti investície znižuje produktivitu ekonomiky mnoho rokov po tom, ako sa stala pôvodná chyba.

Najviditeľnejším prejavom pomýlených investícií po poslednej manickej fáze vyspelých ekonomík boli milióny prázdnych domov v USA, Španielsku či v Írsku. Sú to pomníky márnivosti ducha, sebavedomého ekonomického centrálného plánovania s pochovanou ľudskou prácou, vzácných kapitálových statkov či vyplývaných prírodných zdrojov, ktoré budú ľudstvu chýbať. No chyby vyvolané monetárnou ilúziou nízkych úrokov sa neobmedzili iba na sektor nehnuteľností, ale sú roztrúsené aj v iných oblastiach ekonomiky. Niektoré statky nie sú celkom špecifické, ale na druhej strane ani totálne flexibilné, použiteľné hocikde. Takýto kapitál potom v prípade chýbajúcich doplnujúcich (komplementárnych) kapitálových statkov môže zostať nejaký čas v ekonomike nevyužitý, keďže nie je možné jeho opätovné zapojenie do ziskovej produkcie. Tieto viditeľné prejavy minulých omylov v podobe prázdnych domov, nepredajných luxusných bytov či neproduktujúcich fabrík pomýlia laickú verejnosť, no i časť ekonómov, ktorí hovoria o potrebe riešiť problém „nadbytku“ alebo „nevyužitých kapacít“.

Napriek tomu, že recesia má zlé meno, nemali by sme negatívne vnímať proces, v ktorom sa odstraňujú chybné investície z minulosti. Ekonomická korekcia síce mnohých bolí, no je nevyhnutná. Podobne, ako sú abstinenčné príznaky pri odvykacej kúre cenou za predchádzajúcu eufóriu vyvolanú drogami, recesia je cenou za obdobie nezaslúženého boomu. Ak nie sú čistiacie a adaptačné procesy hatené rôznymi protiopatreniami štátu, ktoré iba odkladajú nevyhnutné, recesia môže byť síce hlboká, no krátka. Preskupenie kapitálu a výrobných faktorov

v ekonomike tak, aby ich časovo-priestorové umiestnenie zodpovedalo skutočným potrebám spoločnosti a reálnemu množstvu existujúcich úspor, položí základy budúceho zdravého ekonomického rastu.

### Boom nasledovaný recesiou ako chybový cyklus

Hypotéza, podľa ktorej manipulácia s peniazmi vedie k manickému rastu s následnou recesiou a dočasnou nezamestnanosťou, sa nazýva rakúskou teóriou hospodárskeho cyklu. Hospodársky cyklus je považovaný za chybový cyklus. Časť podnikateľov a spotrebiteľov sa mylí vždy, no ďalší zas plánujú a hádajú správne, za čo sú odmenení rastom svojho bohatstva, a teda aj ekonomického vplyvu. Výsledkom tohto súboja v predpovedaní budúcnosti, potrieb a chutí spotrebiteľov je zvyčajne mierny rast ekonomiky a bohatstva spoločnosti. V období boomu však dôjde k akumulácii chybných investičných a spotrebných rozhodnutí, postavených na príliš optimistickom výklade budúcnosti. Po dosiahnutí neudržateľného množstva chýb a oslabnutím dočasných redistribučných efektov peňažnej inflácie sa ilúzia rozplynie. Ceny naplno zapracujú nové množstvo peňažných jednotiek v obehu a mnohé hraničné investičné projekty, realizované iba na základe dočasného rozdielu relatívnych cien vstupov a výstupov, sa prehupnú do straty. Umelo nízke reálne úroky začnú rásť k úrovni, ktorá zodpovedá množstvu úspor v ekonomike a momentálnemu dopytu po ňom, a nie prianiam makroekonómov a ich zamestnávateľov. Ekonomia sa prehupne do recesie, chyby likvidujúcej ozdravnej fázy cyklu, pre ktorú je naopak typický prehnaný pesimizmus, opatrnosť a neochota investovať.

Fáza ozdravnej korekcie predchádzajúceho optimizmu zodpovedá v rámci rakúskej teórie hospodárskeho cyklu pomerne dobre obdobiu, ktoré keynesiáni nazývajú v rámci svojho príbehu vyprchaním živočíšnych pudov.<sup>196</sup> Zníženie apetítu po riziku, zmiznutie chamtivosti a odmietanie zadlžovania sa prejaví presunom kapitálu do menej rizikových, a teda menej výnosných investícií. Samotný Mynard Keynes svoju pozornosť sústredil najmä na útek do najmenej rizikového, najlikvidnejšieho aktíva s najnižším výnosom – hotovosti. No k migrácii dochádza v rámci celej škály rizika. Rastie aj dopyt po štátnych dlhopisoch či po nízkorizikových aktívach. Na rozdiel od keynesiánov rakúska teória hľadá príčiny poklesu investičnej chuti a prekvapivej precitlivenosti na riziko. V rakúskom príbehu sú to práve chybné investičné rozhodnutia z minulosti a z nich vyplývajúce náklady, ktoré dusia investičné nadšenie v recesii. Pokles absolútneho objemu investícií a náhla preferencia menej rizikových projektov je pre nich korekciou predchádzajúceho neudržateľného rastu, nutným následkom predchádzajúceho boomu.

Peniaze a úrok sú ideálnymi podozrivými pri hľadaní vinníka takýchto celoplošných výkyvov v ekonomickej aktivite a spoločenskej nálade. Na rozdiel od

iných statkov sú peniaze jednou stranou takmer každej transakcie v ekonomike, vstupujú do každej podnikateľskej a investičnej kalkulácie. Politici a ich ekonómovia sa snažia dosahovať svoje ciele prostredníctvom ich produkcie centrálnou bankou a štátom kontrolovanej multiplikácie v regulovanom bankovom sektore. Peniaze a nimi manipulovaný úrok preto môžu vyvolať na seba nadviazané chyby naprieč celou produkčnou štruktúrou ekonomiky a všetkými sektormi. Američan v roku 2009 bol rovnako hladný, rovnako sa chcel voziť v peknom aute, bývať vo veľkom dome a ísť na exotickú dovolenku, ako päť rokov predtým. Rozdiel bol však v tom, že v roku 2009 už nevznikalo toľko nových dolárov, aby mu na to niekto lacno požičal alebo aby mu to zaplatili kapitálové zisky z jeho domu či rastúcich akcií.

### Krízoví spolupáchatelia

Hlavnou príčinou vzniku finančnej krízy bola nadprodukcia zlých peňazí, ktoré vyvolali nepodložený optimizmus, neudržateľný ekonomický rast a bubliny v cenách aktív. To, ktoré druhy aktív boli najviac postihnuté špekulatívnym ošialom, kto na tom najviac zarobil a akú podobu mal konečný kolaps, spoluurčovalo mnoho iných činiteľov. Pozrime sa na tie, ktoré sa spomínajú najčastejšie.

### Finančné inovácie ako nástroj zahmlievania

*„Čoraz viac ľudí uznáva, že rozptýlenie úverového rizika z bánk na širšiu a rozmanitejšiu skupinu investorov namiesto skladovania tohto rizika na ich súvahách, pomohlo spraviť bankový sektor a vôbec celý finančný systém odolnejším,“* uvádza sa v správe Medzinárodného menového fondu o globálnej finančnej stabilite za rok 2006.<sup>197</sup>

Intenzívne využívanie finančných inovácií je populárnym vysvetlením toho, prečo sa takmer zrútil finančný systém vyspelého sveta. Neexistujú však dobré alebo zlé finančné inovácie. Efekty v podobe zlepšenia fungovania finančného systému alebo strát pre celú spoločnosť závisia od ich konkrétneho použitia. Niektoré z nových postupov vo financiách priniesli zefektívnenie poskytovaných služieb, ako napríklad individuálny, automatický proces ohodnocovania rizika veriteľa indexáciou. Iné finančné nástroje, ako Credit Default Swapy alebo štruktúrované produkty, skôr pomohli pred krízou zamaskovať reálne riziko v systéme, a preto prispeli k deštrukcii hodnoty. Po roku 2000 nedošlo ani tak k zásadnému rastu počtu finančných inovácií, ako skôr k ich intenzívnejšiemu využívaniu než dovtedy. Nafúklo sa množstvo a objem produktov, ktorým mnohí obchodníci, investori a regulátori nerozumeli. Jednou z príčin rastu popularity sofistikovanejších produktov bola monetárna expanzia, ktorá znižovala úroky. Tie viedli k intenzívnejšiemu využívaniu vysokej finančnej páky v obchodovaní a honbe za výnosom.





## Credit Default Swap

*Keď som niekoľko rokov pred krízou pracoval v jednej banke v zahraničí, zaujalo ma, ako sa dá vydedukovať hodnota generovaná jednotlivcami pre firmu podľa drobných výnimiek z pravidiel, všeobecne platných pre ostatných zamestnancov. Určite vysoko bol miestny quant, matematik, ktorý modeloval investičné stratégie banky a hodnotil ich rizikovosť. Ako jediný z backoffice si vybavil 4-dňový pracovný týždeň a piatky trávil na výletoch v Alpách. Ďalším, porovnateľne nezávislým človekom, bol v banke už len dizajnér a správca lokalizovaného SAP systému. Jeho nenahraditeľnosť mu umožnila ako jedinému v banke nosiť dlhé vlasy a na stretnutie predstavenstva chodil nielen bez kravaty, ale rovno bez obleku. To je v konzervatívnom bankovníctve nevídaná miera hipisáctva. Kríza odhalila, že vtedajšie zisky našej banky neboli zadarmo. Výlety quanta pomohli nakoniec zaplatiť aj daňoví poplatníci. V roku 2008 ju pred bankrotom zachránilo prebratie štátom, nasledovala reštrukturalizácia z verejných zdrojov vo výške niekoľkých miliárd eur a poskytnutie štátnych garancií na jej záväzky. Okrem iných zlých investícií banku kriticky zasiahlo predávanie množstva credit default swapov na grécky štátny dlh. Tieto záväzky priniesli po gréckom defaulte v roku 2012 ďalšie obrovské náklady.*

*Credit Default Swap (CDS) je dohodou, že v prípade defaultu veriteľa podkladového dlhopisu vyplatí vypisovateľ držiteľovi CDS vopred dohodnutú sumu. Pomocou nákupu CDS môže držiteľ dlhopisu predať riziko defaultu jeho emitenta inému investorovi. Credit Default Swapy sú finančným derivátom podobajúcim sa na out of the money put opciu. S vydanými CDS sa voľne obchoduje a ich cena odráža vývoj rizika spojeného s podkladovými dlhopismi. CDS preto nakupujú aj investori, čisto špekulujúci na rast pravdepodobnosti defaultu, ktorí žiadne dlhopisy nedoržia. Vznik CDS umožnil mnohým subjektom s menej kvalitným kreditným ratingom nájsť investorov a vydávať dlhopisy. Trh s CDS otvoril možnosť pre investorov rovno si k nim prikúpiť aj poistenie. Aj rozkvetu trhu s CDS pomohla snaha a o kapitálovú regulačnú arbitráž. Finančná sekcia poisťovne AIG, ktorá mala výborný investičný rating, napríklad vypisovala a predávala CDS na hypotekárne cenné papiere. Banky, ktoré do nich investovali, toto poistenie nakupovali, keďže hypotekárnym cenným papierom zabezpečilo tiež AAA rating a znižovalo množstvo kapitálu, ktorý museli držať voči týmto aktívam na súvahe vzhľadom na regulačné požiadavky.*

*Háčik pri CDS však spočíva v tom, že ide o skryté poistenie bez zabezpečenia z neho vyplývajúcich rizík. To, že finančné inštitúcie*

*príjmy z predaja CDS účtujú rovno do výnosov, je rovnaký omyl, ako keby poisťovňa celoročné poistné z klientovej povodňovej poistky považovala za zisk daného roku. Klasické poisťovne si na rozdiel od vypisovateľov CDS musia z poistného vytvárať rezervy na uhradenie nákladov spojených s budúcimi poistnými udalosťami. Predajcovia CDS sa tak v prípade defaultu podkladového dlhopisu a úhrady záväzkov držiteľom CDS musia spoliehať čisto na svoj vlastný kapitál. Vypisovanie a predaj CDS je tak predávaním nezabezpečeného poistenia pod nosom štátneho regulátora. Vzhľadom na nedostatok rezerv preto v mnohých prípadoch pri CDS nejde o ozajstné poistenie, ale iba o vytvorenie zdania poistenia proti existujúcim rizikám. Emitenti CDS nemôžu dostať svojim budúcim záväzkom bez vytvárania rezervných fondov, a už vôbec nie v prípade vzniku celosystémových problémov finančného sektora so zvýšenou koncentráciou hroziacich defaultov v krátkom období. Celosystémové riziko sa nikdy nedá odstrániť a nemožno sa proti nemu dokonale poistiť. Riziko sa poistením dá len presúvať medzi jednotlivými aktérmi. Preto aj pri klasickom poistení existujú výluky, napríklad z poistenia majetku pri teroristických útokoch či občianskych vojnách. Mylné presvedčenie o pokrytí rizika nejakého cenného papieru vlastníctvom CDS a ignorovanie kreditného rizika ich emitenta vedie k nevedomému a neprimeranému riskovaniu. Príchod zlých časov vyvolá hromadné prebudenie z ilúzie bezpečnosti, ako k tomu došlo vo finančnej kríze. Takéto korelované riziko môže v prípade veľkého množstva nekrytých CDS v systéme viesť k prekvapivým stratám množstva finančných inštitúcií.*



## Sekuritizácia

Dlh má tri fázy: originácia, čiže jeho vznik poskytnutím úveru, dlhová služba a splatenie. Pri poskytnutí úveru sú obmedzujúcimi faktormi kapitál, kredibilita dlžníka, disponovanie zábezpekou a existencia veriteľskej inštitúcie s miestom na súvahe. S kapitálom pomohli centrálné banky, ktoré spustili tvorbu nových peňazí v systéme. Tie cez rast cien aktív zvýšili hodnotu zábezpeky a rastom očakávaných budúcich príjmov aj kredibilitu dlžníkov. S kredibilitou pomohli aj pseudopoistky v podobe CDS a veľkorysé ratingy. Miesto na súvahách zas uvoľnila sekuritizácia dlhov a ich presun predajom na nebankové subjekty.

Asi najväčším hitom bola sekuritizácia hypoték, no sekuritizovali sa aj iné druhy úverov alebo napríklad aj budúce očakávané príjmy na vybraných leteckých destináciách konkrétnej leteckej spoločnosti. Pri sekuritizácii hypoték, ktoré boli

v epicentre finančného zemetrasenia, išlo o spojenie jednotlivých hypotekárnych zmlúv od rôznych ľudí do jedného celku. Následne boli vydané cenné papiere, z ktorých predaja sa tieto hypotéky refinancovali ich pôvodným poskytovateľom. Takáto agregácia spravila z nelikvidnej individuálnej hypotéky štandardizovaný cenný papier so zdanlivo predpovedateľným rizikom, obchodovateľný na medzinárodných kapitálových trhoch. Spojenie väčšieho množstva hypoték malo vďaka princípu veľkých čísel, podobne ako pri poistení, združovať individuálne riziká. Zrazu bolo možné odhadnúť a oceniť riziko nesplácania s väčšou mierou istoty podľa celkovej miery nesplácaných hypoték.

Takáto transformácia hypoték na obchodovateľný cenný papier nebola novinkou. Prvé sekuritizácie hypoték sa robili už v 70. a 80. rokoch 20. storočia. Vysokoobjemovú produkciu hypotekárnych cenných papierov však naplno rozbehla až záplava živej vody z centrálnych bánk v podobe množstva nových peňazí po roku 2000. Práve sekuritizácia bola jednou z dôležitých podôb úverovej expanzie v tomto hospodárskom cykle. V rámci neho narástol objem sekuritizovaných hypoték a iných, aktívami krytých dlhových cenných papierov z necelých 500 miliárd dolárov v roku 2000 až na vyše 2 000 miliárd v roku 2006. Existencia investorov bažiacich po akomkoľvek výnose nehľadiac na riziko je pre banky požehnaním. Ochotne nakúpia produkty sekuritizácie, čo bankám umožní znovu uvoľnené miesto na súvahe zaplniť poskytnutím nových úverov a získať nové príjmy z úrokov a poplatkov. Vytvorenie každého dodatočného úveru banke viaže časť hotovostných rezerv a vzhľadom na regulačné požiadavky kapitálovej primeranosti aj časť vlastného kapitálu. Každý ďalší úver preto znižuje kapacitu banky na ďalšiu úverovú expanziu. No pri sekuritizovaní úveru a následnom predaji týchto cenných papierov domácnostiam, napríklad cez poisťovne či dôchodkové fondy, sa vytvorené úvery zo súvahy zrazu stratia. A s takto uvoľneným vlastným kapitálom a rezervami môže banka urobiť ďalšie kolo úverovania.

Veľkoobchodnú verziu sekuritizácie určenú pre inštitucionálnych investorov predstavovali kolaterizované dlhové cenné papiere (Collateralized Debt Obligation – CDOs). CDOs sú štruktúrované cenné papiere, kryté nejakým aktívom. Ide o dlhopisy právnej entity, ktorá je iba portfóliom aktív prinášajúcich príjmy. Môže ísť o skupinu hypoték, úverov na autá, spotrebných úverov či študentských pôžičiek, ktoré takáto spoločnosť drží. Podkladové hypotéky alebo iné úvery, ktoré tento subjekt drží, prejdú v prípade bankrotu ako kolaterál do vlastníctva držiteľa jej dlhopisu. CDOs začali investičné banky vytvárať koncom 90. rokov. Pri CDOs krytých hypotékami išlo vlastne o súkromnú verziu toho, čo robili pseudo-súkromné, štátom založené hypotekárne agentúry Fannie Mae a Freddie Mac, akurát bez garancie týchto spoločností. Pri vytváraní CDOs sa tieto rozdelili do rôznych tranží podľa ich rizika. Junior tranže mali ako prvé absorbovať stratu vyplývajúcu zo zlyhaných hypoték. Naopak, na vyplácanie najmenej rizikových tranží boli



prednostne využívané úrokové príjmy zo všetkých hypoték v portfóliu. Tieto senior tranže mali preto vysoký investičný rating, čo znamenalo, že banka, ktorá ich nakúpila, nemusela voči nim viazať veľa vlastného kapitálu.

Ani tu sa však nekončila optimalizácia regulačnej záťaže finančnými inováciami. Ušetriť na vlastnom kapitále sa dalo ešte viac tým, že banka nakúpené CDOs presunula zo svojej súvahy na súvahu novovytvorenej investičnej – Structured Investment Vehicle (SIV) alebo účelovej firmy – Special Purpose Vehicle (SPV), ktorým poskytla garanciu. Ide o samostatné spoločnosti založené čisto s účelom držať tieto dlhové cenné papiere. Ak banka takúto investičnú schránku financovala iba cez krátkodobé úvery so splatnosťou do jedného roka, jej existencia nijak nezvyšovala regulačné požiadavky na jej vlastný kapitál. Na rozdiel od stavu, keby tieto cenné papiere musela držať na svojej súvahe. Podobnú fintu použila Európska únia pri snahe o hasenie požiaru eurokrízy. Namiesto toho, aby ostatné štáty priamo úverovali a zvyšovali si tak vlastný dlh, založili luxemburskú akciovku v podobe eurovalu, ktorú garantujú. Táto štátna SPV tak pomáhala maskovať skutočnú výšku dlhu jednotlivých krajín a obchádzať ich vlastné regulačné požiadavky na pomer štátneho dlhu voči HDP, napríklad v podobe Paktu stability a rastu.



### Príliš komplexný finančný svet pre regulátora

Sekuritizácia bola ďalším z nástrojov regulačnej arbitráže. Vďaka nej si banka iba zmenou formy, a nie podstaty svojich investícií uľavila od požiadaviek regulátora a znížila potrebu nákladného viazania vlastného kapitálu. Napríklad na investície do hypotekárnych cenných papierov uplatňoval regulátor pri výpočte kapitálovej primeranosti váhu 0,5. Ich presunom zo súvahy na mimosúvahovú entitu váha spadla na nulu.<sup>198</sup> Bez zníženia celkového existujúceho rizika vyplývajúceho z týchto investícií. Riziko sa odkrylo, keď tieto SPV a SIV, závislé na krátkodobom financovaní, stratili v čase poklesu cien hypotekárnych cenných papierov dôveru investorov. Títo zrazu odmietali nakupovať dlhopisy investičných schránok, ktorými sa financovali. Vzhľadom na poskytnuté garancie museli banky aktíva z týchto spoločností vrátiť späť na svoje súvahy, čo okamžite zvýšilo požiadavky na ich vlastný kapitál.

V podnikaní ide o návratnosť kapitálu. Zníženie vlastného kapitálu pri rovnakom dosiahnutom zisku preto predstavuje pre krátkodobo orientovaného majiteľa, ignorujúceho dlhodobé riziká, výhru. Finančné nástroje sa v snahe minimalizovať kapitálové náklady kombinovali rôznym, často divokým a nepochopiteľným spôsobom. Robili sa CDOs na druhú, čiže kolaterizované dlhové cenné papiere z viacerých kolaterizovaných dlhových cenných papierov. Ďalším spôsobom bol tzv. „prenájom“ kreditného ratingu, keď sa AAA rating na rizikovejších cenných

papieroch dosahoval vďaka nákupu CDS na ne od AAA ratovanej finančnej spoločnosti, ako napríklad AIG.

Svoj podiel na finančnej kríze prinieslo aj nevhodné použitie modelov na ohodnotenie rizika CDOs. Rozšírenie niekoľkých vybraných modelov po celom finančnom systéme spôsobilo koordináciu správania jednotlivých aktérov na finančnom trhu spolu s ratingovými agentúrami a regulátormi. Tak ako mala v komunistickom Československu väčšina rodín rovnakú obývačkovú stenu a takmer všetci jazdili na škodovke, rizikovní manažéri vo väčšine finančných inštitúcií či ratingoví analytici používali na odhad rizika rovnaké nástroje. Skupinové myslenie viedlo k väčším výkyvom v cenách obchodovaných aktív v oboch smeroch. Keď sa nakupovalo, nakupovali všetci, keď sa predávalo, predávali všetci. Ani tu však nešlo čisto iba o hlúposť finančníkov, ktorí nepochopili, ako funguje svet a nechtiac vyhodili do vzduchu finančný systém. Mnohokrát bola táto koordinácia výsledkom vedomého rozhodnutia vzdelaných a dobre informovaných aktérov, ktorí používanie chybných modelov ratingovými agentúrami či regulátorom využívali na obchádzanie regulačných obmedzení a dosahovanie krátkodobého zisku. *„Celý trh je na určitej úrovni určovaný ratingovými agentúrami,“* povedal rok pred finančnou krízou jeden finančník výskumníkovi, ktorý sa snažil nájsť príčinu prekvapivého rozšírenia modelov využívajúcich tzv. Gausovu kopulu vo finančnom sektore a ratingových agentúrach.<sup>199</sup> *„Hra... spočíva vo vytvorení tranží, ktoré majú rating s jedným, dvoma alebo tromi A a vynášajú výrazne viac než podobne ratovaný dlhopis.“* Finančnú krízu nespôsobilo to, že investičné banky nevedeli, čo produkujú, a inštitucionálni investori nevedeli, čo nakupujú. Banky pomerne presne odhadovali straty v prípade rozličných možných scenárov, akurát im pridelovali chybné pravdepodobnosti. Dali sa pomýliť monetárnou politikou vyvolaným rastom cien aktív. Skôr než neprehľadnosť, komplexnosť či nepochopenie rizika týchto investícií bol problémom prílišný optimizmus ohľadom rastu cien nehnuteľností.

Komplexnosť finančných produktov bola aj nástrojom na zmätenie úradníka a obídenie regulačných pravidiel. Pomýlenie niektorých investorov bolo vedľajším efektom. Bývalý šéf amerického Fedu Paul Volcker po kríze sarkasticky poznamenal, že najužitočnejšia finančná inovácia za posledné dekády bol bankomat. Americký regulátor o kapitálovej regulačnej arbitráži nielenže vedel, ale ju dokonca aj potichu schvaľoval. Možno tak usúdiť z článku výskumníka z Fedu z roku 2000, ktorý detailný a presný popis celého problému uzatvára konštatovaním, že *„RCA (regulačná kapitálová arbitráž) znížením efektívnych kapitálových požiadaviek na úroveň zodpovedajúcu príslušným ekonomickým rizikám môže umožniť bankám efektívne súťažiť v relatívne bezpečnom podnikaní na trhoch, ktoré by bez nej museli opustiť“*.<sup>200</sup>

## Štátna podpora bývania dala bubline formu - Fannie Mae a Freddie Mac ako tvorcovia trhu

Štátna podpora bývania v USA má mnoho podôb. No ani podpora hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac (ďalej aj ako FF), ani daňové odpočty úrokov z hypoték či podpora bývania vybraných komunít (Community Reinvestment Act – CRA) bublinu v nehnuteľnostiach a následnú finančnú krízu nespôsobili. Štátna politika sa v oblasti hypoték v USA medzi rokmi 1990 a 2005 dramaticky<sup>201</sup> nezmenila a bubliny v nehnuteľnostiach mali aj krajiny bez takýchto intervencií. Bubline však dali konkrétnu podobu tak, ako nafukovacia hračka dá tvar do nej vpustenému vzduchu. Tieto pomýlené politiky<sup>202</sup> znížili kvalitu poskytnutých hypoték. Vytváraním umelého dopytu pomáhali tlačiť ceny do extrémov a destabilizovať systém po ich nečakanom prepade.<sup>203</sup> Fannie Mae a Freddie Mac boli hlavnými hráčmi v hypotekárnom boome po roku 2000, investičné banky a sekuritizujúce hypotéky hrali druhé husle.<sup>204</sup> Pseudoštátne inštitúcie investovali aj do rizikových nízkobonitných hypoték nákupom ich najlepšie AAA ratovaných tranží. Údajne v snahe podporiť bývanie nízkopríjmových rodín a minorít počas boomových rokov takto absorbovali až 30 – 40% subprime hypotekárnych cenných papierov. Svojimi nákupmi vytvárali nový dopyt po takýchto cenných papieroch, čím podporovali aj súkromnú sekuritizáciu nízkobonitných hypoték a ich poskytovanie.<sup>205</sup> Nákupná a garančná aktivita FF do veľkej miery určovala trh s hypotekárnymi cenným papiermi a bola príslubom existencie likvidity na ňom aj v prípade horších časov. Na rozdiel od hypotekárnych cenných papierov, produkovaných investičnými bankami, poskytovali Fannie a Freddie na svojich finančných produktoch garantovanú výnosnosť, čím niesli obrovskú časť rizika vývoja na hypotekárnom trhu. Nafukovanie bubliny „*poskytovaním likvidity... na hypotekárnom trhu*“ mali zapísané priamo vo svojej misii.<sup>206</sup> FF na trhu hypoték plnili funkciu „kupca poslednej inštancie“. I keď samotné portfólio pseudoštátnych hypotekárnych agentúr rástlo po roku 2000 rýchlym tempom, objem súkromných emisií hypotekárnych cenných papierov rástol ešte rýchlejšie. Podiel Fannie a Freddie na celkovom trhu tak postupne klesol zo 70% v roku 2001 až na 40% v 2005, čo niektorých komentátorov mylne viedlo k presvedčeniu, že tieto štátom vytvorené giganty neboli v hypotekárnej bubline dôležité. Je však zrejmé, že bez ich činnosti a očakávania, že v prípade problémov absorbujú vzniknutý odpad, by taká rýchla expanzia súkromného sektora v tejto oblasti nikdy neprebehla.<sup>207</sup>

## Štátna podpora nerozumného zadlžovania sociálne slabých skupín

K podpore rozmachu rizikového úverovania a formovaniu konkrétnej podoby budúcej finančnej katastrofy prispel aj zákon o reinvestovaní do komunít (Com-



munity Reinvestment Act - CRA).<sup>208</sup> Mal podporiť poskytovanie úverov marginalizovaným sociálnym skupinám s nižšími príjmami. Táto politika vznikla ešte v roku 1977 a v roku 1995 bola revidovaná tak, aby motivovala banky na poskytovanie väčšieho objemu úverov pre nízkopríjmové vrstvy obyvateľstva. Mala pomôcť „zatvárať medzery“ medzi pomerom vlastníctva domov bielymi domácnosťami a domácnosťami Afroameričanov či Hispáncov, nehľadiac na príjmovú alebo majetkovú situáciu týchto skupín. Agentúry FF dostali presné kvóty, ktoré museli v tejto oblasti plniť nákupom hypoték práve týmito sociálnymi skupinami. Zákon sa vzťahoval aj na banky, ktoré sa vďaka tejto politike mohli stať predmetom diskriminačných súdnych sporov iba na základe toho, že od menej bonitného klienta z tejto sociálnej skupiny pýtali vyššie úroky na kompenzáciu rizík.<sup>209</sup> Fed ako hlavný regulátor kádroval banky za pomoci lokálnych komunitných aktivistov. Pri otváraní nových pobočiek napríklad zisťovali, či je banka dostatočne aktívna v napĺňaní cieľov tohto komunitného programu.

*„Napriek tomu, že počet minoritných vlastníkov domov nedávno stúpol..., faktom zostáva, že stále nedosahuje mieru vlastníctva domov bielymi. A ako zdôraznil prezident Bush, miera vlastníctva Afroameričanmi je 47%, Hispáncami 48%, čo je v príkrom kontraste so 75-percentnou mierou vlastníctva u bielych domácností. Znamená to, že dnes existuje medzera vo vlastníctve domov viac než 25%... Priatelia, táto medzera je evidentne príliš veľká... Jedným zo zrejmejších riešení tejto peňažnej medzery je eliminácia požiadavky na prvú splátku pri nízkopríjmových a minoritných veriteľoch. Dnešná podmienka prvej splátky 10% alebo menej nepridáva absolútne nič ku kvalite či hodnote úveru. Určujúcim na kvalitu úverov je schopnosť a odhodlanie dlžníka platiť mesačné splátky... A nakoniec, ľudia musia pochopiť, že to, čo sa dnes považuje za nedosahujúce hranice „hodný úverovania“, môže byť stále akceptovateľným úverovým rizikom. Latka kreditného skóre, ktorá delí „hodných úverovania“ od vysoko rizikových dlžníkov, musí byť výrazne znížená za pomoci GSEs (Government-sponsored enterprises teda Fannie Mae a Freddie Mac, pozn. autor), všeobecným sekundárnym trhom a bankovými regulátormi. GSEs sa v priebehu posledných niekoľkých rokov podaril pekný pokrok v rozšírení podmienok na poskytnutie úveru. Napriek tomu ich chcem povzbudiť, aby sa stali v tejto oblasti omnoho agresívnejší,“ povedal na Harvarde<sup>210</sup> v roku 2003 Angelo Mozilo, šéf banky Countrywide Financial, ktorá v USA usilovne pomáhala nafúknúť bublinu v nehnuteľnostiach, aby napokon v roku 2008 skrachovala.*

Za takéto výzvy na nezodpovedné správanie bánk boli bankári chválení a oceňovaní politikmi a spoločnosťou. Angelo Mozilo dostal ani nie dva roky pred tým, ako priviedol svoju inštitúciu do bankrotu, Cenu amerických bankárov za celoživotné zásluhy. Ďalšiu lekciu z fungovania štátnej regulácie bánk, poskytlo zostavenie VIP zoznamu s pracovným názvom Angelovi priatelia. Ten obsahuje dôležitých politikov z finančných výborov, právnikov a ľudí z branže, ktorí od Countrywide získali hypotekárne úvery za výhodných, netrhových podmienok, čím ušetrili v niektorých prípadoch aj milióny dolárov. Takmer 40 mien z top manažmentu Fannie Mae po-

tvrdzuje, akú dôležitú úlohu hrali pološtátne agentúry Fannie a Freddie v spolupráci so súkromnými emitentmi pri nafukovaní bubliny. Na pobavenie, na zozname je aj senátor Christopher Dodd, vedúci bankového výboru senátu, ktorý po kríze prišiel s niekoľkotisícstranovým regulačným dokumentom finančného sektora. Nechýba ani vtedajší prezident George Bush. Lacnú hypotéku v banke získal pre svoju dcéru.

Ako pri iných štátnych programoch, aj v tomto prípade boli efekty politiky v príkrom rozpore s jej názvom a s proklamovanými cieľmi. Štát umelo nízkymi úrokmi a garanciou hypoték pološtátnymi hypotekárnymi agentúrami znižoval náklady na zadlžovanie a rozširoval počty hypotekárnych dlžníkov. Vďaka tejto politike sa ľudia nestali zrazu bohatšími, iba sa našlo viac hlupákov, ktorí im požičali na nákup domu. Zobrať si na kúpu domu 100-percentnú hypotéku na 30 rokov neznamená bývať vo svojom. V prípade rastu úrokov, ktorý skôr či neskôr po monetárnej stimulácii príde, zožerie splátka sociálne slabším často väčšinu príjmu. Keď nezostane ani na benzín do roboty, môžu sa rovno sťahovať. Nezamýšľaným dôsledkom štátnej podpory bývania bolo, že v konečnom dôsledku pomáhala dvíhať ceny nehnuteľností, keďže rozširovaním počtu akceptovaných žiadateľov o hypotéku rýchlo rástol aj dopyt po domoch. Štát tak paradoxne znižoval možnosť chudobných obyvateľov a menších skutočne vlastniť nehnuteľnosť alebo v nej bývať dlhodobo bez neudržateľne vysokého zadlženia.

## Kde sa zlé peniaze rodia, komu slúžia, ako zanikajú – exkurzia bankovým systémom

Keďže za vznik krízy a následný hospodársky prepad viním najmä zlé peniaze, je na čase pozrieť sa na to, ktoré ich charakteristiky najviac prispievajú k vytváraniu ekonomických problémov. V predchádzajúcom texte som spomínal najmä úlohu štátu prostredníctvom jeho centrálnej banky a ekonómov. Keďže väčšina peňazí dnes vzniká v súkromných bankách úverovaním, bolo by nespravodlivé ich vynechať. Pri analýze zlých peňazí, vyvolávajúcich maniodepresívne ekonomické cykly, sa treba pozrieť na celý bankový sektor a spôsob jeho fungovania. Napriek tomu, že peniaze majú v ekonomike obrovskú moc, je pre väčšinu ľudí fungovanie finančného systému španielskou dedinou. Pamätám si, ako som sa inak extrémne bystrému spolužiakovi na vysokej škole snažil vysvetliť, ako centrálna banka vytvorí peniaze a nakúpi za ne štátne dlhopisy. Odmietať uveriť: „Tak to predsa nemôže byť.“ Táto plošná nevedomosť zapríčinená nepriestupnou komplexnosťou fungovania peňazí je bariérou na zlepšenie fungovania celého systému. Ak ľudia ani nevedia, že problém zlých peňazí existuje, nikdy ho nemôžu vyriešiť.

## Monopol, ktorý ekonómom podozrivo neprekáža

Predstavte si, že by ste mali v telefóne nainštalovanú aplikáciu s názvom Instant Cash. Na displeji by ste vyťukali číslo a presne o toľko eur by v tom momente narástol zostatok na vašom účte. Sto eur? Klik, o sto eur viac v banke. Sto miliónov eur? Tiež žiadny problém. Nové peniaze by pribúdali bez toho, že by ste museli ráno vstávať do roboty a predávať svoju prácu alebo auto. Peniaze za nič a na počkanie. Radosť pomyslieť. Nejde o vedecko-fantastickú fikciu. Takýto softvér majú v centrálnej banke. Tá môže vďaka svojmu štátom chránenému monopolu vytvárať hotovosť a elektronické rezervné peniaze v neobmedzenom množstve. Kým my všetci ostatní sa musíme na to, aby sme peniaze získali, najprv nejakej hodnoty vzdať, pre centrálnu banku to neplatí. Peniaze na svojich účtoch vytvorí vytlačením bankovky alebo zápisom do elektronickej databázy.

Štandardná ekonomická teória hovorí, že ak niekto má štátnymi donucovacími prostriedkami garantované monopolné postavenie, bude neustále existovať tendencia zneužívať absenciu konkurenčného tlaku na produkovanie príliš drahých alebo nekvalitných výrobkov a služieb. Spotrebitelia sa nemôžu slobodne rozhodnúť pre produkty alebo služby konkurencie a hlasovať svojím spotrebiteľským výberom. Jedinou alternatívou je vzdať sa užívania produktu nadobro, čo nesie so sebou vysoké náklady. Sú tak rukojemníkmi monopolistu a ten situáciu patrične zneužíva. Podivné je, že takmer všetci ekonómovia, ktorých desí čo i len náznak monopolu v iných sektoroch ekonomiky, túto teóriu odmietajú aplikovať aj na produkciu peňazí. Tu im zrazu monopol neprekáža. Pritom ani produkcia peňazí nie je výnimkou. Aj tu zákazom konkurencie trpí kvalita a vlastník monopolu získava nezaslúžené príjmy. Pri štátnych peniazoch sa to prejavuje najmä dlhodobou stratou hodnoty jednej peňažnej jednotky následkom neustáleho zväčšovania ich množstva. Odkedy štát monopolizoval produkciu peňazí, aplikácii Instant Cash nevie dať pokoj a novovytvorenými peniazmi vysáva hodnotu zo spoločnosti. Vedľajším efektom tejto hry s peniazmi sú hospodárske cykly.

Možnosť výrobou peňazí získať bezpráčne hodnoty zo zvyšku spoločnosti bola hlavným dôvodom, prečo vládcovia s armádou za chrbtom tento sektor zoštátnili. Monopol zabezpečil komplexnosťou fungovania peňazí maskované financovanie výdavkov panovníka či štátu.<sup>211</sup> Kto má neobmedzenú kontrolu nad počtom peňažných jednotiek, ten má kontrolu nad hodnotami v ekonomike, ktoré tieto peňažné jednotky reprezentujú.



## Prvý centrálny bankár bol za svoju činnosť odsúdený na smrť

Na pochopenie príčin vzniku a historickej úlohy centrálnych bánk sú ilustratívne začiatky fungovania najstaršej centrálnej banky na svete. Až na tretí pokus a po intenzívnom presviedčaní švédsky kráľ nakoniec súhlasil a v roku 1656 podpísal dekrét, ktorý umožnil Johanovi Palmstruchovi založiť Stockholms Banco. Banka známa aj pod menom Palmstruchova banka od panovníka získala privilégium vydávať bankovky. Tie boli v tej dobe žiadaným platidlom. Pomocou inovácie v podobe bankoviek sa dalo obchádzať používanie panovníkom razených mincí s klesajúcou kvalitou. Mince mali rôznu podobu a neustále sa menila ich hmotnosť v dôsledku účelového prerazenia v snahe dosiahnuť inflačný výnos. Obchodovanie s nimi bolo zložité. Bolo treba náročne overovať ich pravosť či obsah vzácneho kovu. S bankovkami alebo len zápisom na účte banky, ktoré boli reprezentáciou definovanej hmotnosti rýdzeho kovu, a nie konkrétnych mincí, sa dalo platiť aj medzi fyzicky vzdialenými, navzájom si nedôverujúcimi obchodníkmi. K samotným peniazom v podobe striebra alebo zlata, ktoré bankovky a zápisy na účtoch reprezentovali, sa pritom bolo možné na počkanie dostať predložením bankovky v banke, ktorá ich akceptovala.

Panovník nedal privilégium Palmstruchovi zadarmo. Polovica zisku z podnikania centrálnej banky mala ísť do kráľovského mešca. Palmstruch využíval garantovaný dopyt po svojich bankovkách na ich nadprodukciiu. Poskytoval úvery z bankoviek, na ktorých krytie nemal vôbec dostatok vzácných kovov – komoditných peňazí. Radosť z úrokov zarobených na peniazoch z ničoho netrvala dlho. Už tri roky po svojom vzniku začala mať banka prvé problémy, keďže nebola schopná naplňať všetky požiadavky na preplatenie bankoviek peniazmi vkladateľov – teda striebornými a medenými mincami. Prvá centrálna banka sveta skolabovala šesť rokov po svojom založení. Vzhľadom na rozsah škôd, ktoré Johan Palmstruch spôsobil, a pre nedostatok majetku na ich úhradu bol odsúdený na smrť. Rozsudok smrti po nejakom čase vláda zmiernila na doživotnú väzbu.

Druhou najstaršou centrálnou bankou bola anglická Bank of England. Aj tu ide o príbeh snahy o ľahké a bezpráčne získanie zdrojov za pomoci monopolizácie časti peňažnej zásoby. Banka vznikla z potreby poskytnúť obrovský úver vo výške 1 200 000 libier vojnou vyprázdnenej anglickej kráľovskej kase. Banka mohla poskytnúť pôžičku len vďaka získanému privilégiu monopolnej produkcie bankoviek v kráľovstve. Bank of England bola súkromná spoločnosť a okrem

*úverovania kráľa spravovala kráľovskú pokladnicu. Len dva roky po založení sa v roku 1696 aj táto centrálna banka dostala do konkurzu. Nakoniec prežila iba vďaka pomoci od kráľa, ktorý jej pozastavil povinnosť vyplácať peniaze (kovové mince) držiteľom jej bankoviek a vkladateľom.<sup>212</sup> Zmysel vzniku a existencie centrálnych bánk potvrdzuje celé prvé storočie fungovania tejto banky, počas ktorého peniaze požičiavala takmer výlučne panovníkovi. Tejto podpornej úlohy štátu sa centrálna banka nezbavila ani neskôr. V roku 1776 dal Adam Smith Bank of England prezývku „skvelý motor štátu“.<sup>213</sup>*



Centrálne banky uľahčili panovníkovi alebo štátu extrakciu inflačných ziskov z peňazí ľudí. Pri minciach bolo jedinou cestou, ako sa obohatiť, práčne stiahnuť na prerazenie čo najviac mincí. Ani tu to však vrchnosť nemohla príliš preháňať. Zreteľné zľahčenie mincí znížením obsahu vzácneho kovu si ľudia väčšinou rýchlo všimli. Inflácia centrálnou bankou natlačenými nekrytými bankovkami či vytvorením nekrytých vkladov mohla byť rozsiahlejšia a mohla prebiehať nepozorovane až do odhalenia a následného behu na banku. Vznikom centrálnej banky, kam sa nakoniec umiestnila produkcia monopolných peňazí, nezískal len štát. Existenciu centrálnej inštitúcie s privilegovaným postavením privítali aj ostatné komerčné banky v sektore. Centrálna banka im pomáhala podnikať s omnoho nižšími rezervami, ako by bolo možné na trhu, kde by neexistovala poistka v podobe možnosti požičať si chýbajúce rezervy od monopolistu. K snahe makroekonómov racionalizovať ekonomickými argumentmi, prečo má mať práve štátna centrálna banka kontrolu nad produkciou peňazí, a prečo je práve tu konkurencia nežiaduca, došlo dávno po vzniku týchto inštitúcií. Znárodnenie peňazí nebolo následkom strachu z cenovej deflácie, lepkavých miezd alebo nedostatočného agregátneho dopytu. Štát monopolizoval peniaze a v spolupráci s finančníkmi kartelizoval bankový sektor v snahe naplniť neustále prázdnu štátnu kasu.

Založiť centrálnu banku s monopolom na vydávanie bankoviek však nestačilo na plnú kontrolu peňazí. Múdrejšia a bohatšia časť populácie stále mohla svoju kúpnu silu pred kradmou rukou štátu schovávať v samotných fyzických peniazoch – zlatých a strieborných minciach, hoci to znamenalo vyššie transakčné náklady. Nafukovať sa preto dala len časť celkového počtu peňažných jednotiek v obehu v podobe nekrytých bankoviek či zápisov na účtoch. Toto obmedzenie znižovalo potenciál zisku a vyvolávalo v pravidelných intervaloch behy na banky či úteky z papierových peňazí. Ani štát a s ním spolupracujúce banky nerozlúskli starý problém alchýmie – výroby zlata či striebra. Rezervy fyzických peňazí na krytie stále väčšieho objemu papierových bankoviek a nekrytých vkladov boli prirodzeným limitom inflácie aj pre samotnú centrálnu banku. Až zrušením vymeniteľnosti peňažných substitútov, akými boli bankovky alebo zápisy na bežných účtoch, za skutočné pe-

niaze – čiže zlato a striebro, sa narodili ničím nekryté, vo svojej podstate bezcenné a iba na základe rozhodnutia suveréna obiehajúce – fiat peniaze.

### Fiat peniaze – zlé peniaze s núteným obehom

Fiat peniaze sú v ekonómii teoretickým modelom peňazí, ktoré ľudia používajú napriek tomu, že samy osebe nemajú žiadnu nepeňažnú hodnotu. Kým zo zlatých peňazí sa okrem ich peňažného využitia dali ešte spraviť prstene, zuby či supervo-dič, s modernou bankovkou príliš neuspejete ani na toalete. Naše dnešné peniaze sú už len peniazmi. Nie sú kryté ničím hmatateľným. Ľudia ich dopytujú len pre ich vysokú likviditu, čiže ľahkosť, akou ich možno zobchodovať za čokoľvek. Presvedčenie o existencii ekonomického ekvivalentu fiat peňazí uľahčuje ekonómom modelovanie ekonomiky, keďže umožňuje oddelenie dopytu po komodite od dopytu po peniazoch, ktoré sú neprijemne pomixované vo svete komoditných peňazí. Pri strieborných peniazoch môže teoreticky rast dopytu po striebre používanom pri vyvolávaní fotografií viesť k poklesu cenovej hladiny, keďže menej striebra v obehu naháňa rovnaké množstvo statkov.

Všetky súkromné peniaze v histórii vznikli buď z komodity alebo z ekonomického statku, ktorý mal hodnotu aj predtým, než sa začal využívať ako prostriedok výmeny. Nemonetárna hodnota je pri zrode peňazí nevyhnutnou podmienkou, keďže bez nej by neexistoval dôvod, prečo by ju mali ľudia v prvých výmenách akceptovať za cenu vyššiu, ako je nula.<sup>214</sup> Bola splnená dokonca aj pri tom, čo dnes ekonómovia nazývajú fiat peniazmi. Na fiat peniaze štát transformoval peňažné substitúty v podobe bankoviek a vkladov na účtoch, ktoré boli reprezentáciou komoditných peňazí. Cena novovzniknutých nekrytých fiat peňazí sa tak na začiatku odvodila zo zlata a striebra, ktoré reprezentovali. Dnes bankovky a zostatky na účtoch reprezentujú iba samy seba a ak ich zanesiete k ich emitentovi – centrálnej banke, nič vám za ne nevyplatí. Bankovky a zostatky na účtoch sú tak vlastne finančné deriváty ozajstných peňazí, ktoré sa vďaka rozhodnutiu štátu odtrhli od podkladového aktíva a začali žiť vlastným životom.

Fiat peniaze nikdy nevznikajú bez donútenia zo strany štátu alebo panovníka, ktorý ich na ovládanom území určí za monopolné, privilegované, zákonné platidlo. Plošné rozšírenie zabezpečí zákazom trhovej konkurencie súkromných producentov peňazí. Vyžaduje v nich platenie daní, súdy v nich určujú aj vyrovnanie sporov. Ľudia si ich nevybrali dobrovoľnými transakciami, ale boli im nanútené zvrchu. Jediná voľba, ktorá ostáva, je medzi fiat peniazmi a návratom k neefektívnemu barteru. Preto sa fiat peniaze nazývajú aj peniazmi s núteným obehom. Ak používanie nejakých peňazí musíte nariaďovať zákonom a vynucovať silou, potom je zrejmé, že ide o nekvalitné, zlé peniaze.



## Kamene Rai

Monopolné s núteným obchodom – tieto nálepky prlíš neprospievajú pozitívnemu vnímaniu oficiálnych peňazí verejnosťou. Ekonomovia sa snažia podstatu moderných peňazí prekryť hypotézou, že fiat peniaze by mohli existovať aj bez donútenia. Ako príklad ekonomicky „čistých“ fiat peňazí, ktoré vznikli prirodzene bez donútenia z niečoho, čo nemá nepeňažnú hodnotu a nie je ničím kryté, je v ekonomických textoch rozšírená<sup>215</sup> najmä historka o okrúhlych Rai kameňoch. Používali ich ako peniaze obyvatelia ostrova Yap v Mikronézii. Išlo o vápencové disky s dierou v strede. Ich veľkosť postupne, ako získavali peňažnú funkciu, rástla. Najväčšie z nich mali polomer dva metre a vážili štyri tony. Na ich vytesanie a transport zo 650 kilometrov vzdialených ostrovov Palau bolo treba vyše sto ľudí, niektorí pri tom zomreli. Platilo sa nimi na svadbách, pri dedení, pri politických obchodoch či pri obyčajných nákupoch potravín. Disky boli roztrúsené voľne po ostrove, mnohé z nich pri miestach, kde sa stretávajú ostrovania, alebo pri cestách. S diskom sa pri zmene jeho vlastníka málokeď hýbalo, zmenilo sa iba meno vlastníka, ktorým bol disk označený. Nemci, ktorí ostrov obsadili začiatkom dvadsiateho storočia, domácich vyvlastnili jednoduchým namaľovaním čiernych krížov na Rai kamene. Ako veľa populárnych príbehov, aj tento je mixom pravdivých faktorov a ideologickej predpojatosti. Viera v čistú fiat podstatu peňazí na ostrove Yap je postavená na nepochopení nemonetárneho použitia Rai kameňov v danom historicko-kultúrnom kontexte. Ekonomovia pri nej ignorujú fakt, že každá hodnota je subjektívna, a preto im ju ťažko vidieť zo slonovinovej akademickej veže pri kultúrnej, historicky a geograficky extrémne vzdialených objektoch. Rai kamene mali vo svojich menších vyhotoveniach ešte pred tým, než sa stali peniazmi, ozdobnú, estetickú hodnotu, ktorá umožnila ich neskoršie monetárne využitie. Rovnako ako zlato v iných kultúrach.<sup>216</sup> Ide len o iný druh komoditných peňazí, a nie prirodzený fiat.

## Čím sú kryté nekryté fiat peniaze

Meny všetkých vyspelých krajín sú už vyše 40 rokov fiat peniazmi, sú nekryté komoditou. Časť celkovej peňažnej zásoby v podobe hotovosti však niečím krytá predsa len je. Napríklad nemonetárna hodnota kovu niektorých amerických mincí v nedávnej minulosti rýchleho rastu cien komodít presiahla ich nominálnu hodno-

tu. Ľudia ich preto začali sťahovať z obehu, roztápať a získanú meď predávať. Určitá forma krytia existuje aj pri bankovkách vydaných centrálnou bankou. Napriek tomu, že za ne nikde nedostanete žiadny kov alebo iné aktívum od štátu, centrálna banka im ako ich správca a emitent svojimi aktivitami poskytuje implicitné krytie. Bankovky môžeme považovať za zmenky kryté jej aktívami. Okrem toho, že emitované peniaze sú na súvahách centrálnych bánk vsuktuvedené ako záväzok, táto skutočnosť je zachytená aj v niektorých zákonoch, ktorými sa centrálné banky riadia. V zákone o americkom federálnom rezervnom systéme sa dočítame, že *„federálne rezervné bankovky vydané ktoroukoľvek z týchto (centrálnych) bánk sa pri predložení ...stávajú prvým a prednostným záložným právom na všetky aktíva tejto banky“*.<sup>217</sup> Držitelia amerických bankoviek sa tak v prípade likvidácie amerického Fedu stanú prednostnými záložnými veriteľmi, ktorí budú prví v rade na výnosy z predaných dlhopisov či iných aktív, držaných centrálnou bankou. Centrálné banky síce tento záväzok neustále expanziou peňažnej zásoby znehodnocujú, no zároveň sľubujú akú-takú stabilitu v tempe znehodnocovania. Centrálné banky majú zvyčajne cieľ v podobe konkrétnej rýchlosti rastu cenovej hladiny. Znamená to, že v prípade rýchlejšej straty hodnoty vydaných peňazí, než bolo v pláne, začnú vydané peniaze likvidovať ich skupovaním. Zvýšenie hodnoty peňazí znížením ich množstva dosahujú predajom zmieniek, dlhopisov, zlata či iných aktív, ktoré majú na súvahe. Veľkosť súvahy centrálnej banky, ale aj kvalita nakúpených aktív preto vplýva na kúpnu silu peňažnej jednotky štátu. Ak centrálna banka drží na súvahe nekvalitné aktíva, napríklad v podobe nechcených hypotekárnych cenných papierov alebo gréckych štátnych dlhopisov, nemusí byť schopná stiahnuť z obehu dostatočné množstvo peňazí, aby zastavila prepád ich hodnoty. Cena, ktorú za tieto aktíva získa, môže byť nižšia ako cena, za ktorú ich nakupovala, a tak púšťala do obehu nové peniaze. Zníženie kvality súvahy centrálnej banky sa preto môže premietnuť, cez očakávania možných budúcich problémov s ich predajom, do poklesu kúpnej sily jednej peňažnej jednotky.

Vyplácanie držiteľov bankoviek centrálnou bankou je len ťažko predstaviteľná udalosť. „Ústavné krytie“ moderných peňazí s núteným obehom je preto slabé a ťažko by prežilo trhovú test v konkurencii so súkromnými peniazmi, krytými napríklad vzácnym kovom. Aj preto musia byť chránené monopolným valom pred konkurenciou v podobe súkromnej produkcie peňazí. Časť dopytu, a tým aj hodnoty štátnych „budiž“ peňazí možno odvodiť aj od povinnosti platiť nimi dane. Ak by parlament schválil zákon, že dane sa na Slovensku platia oddnes v mojich vizitkách, tie by okamžite získali na hodnote a mohol by som ich minúť na trhu za omnoho vyššiu cenu ako dnes.<sup>218</sup> Každý by ich zrazu potreboval na vyplatenie daňového záväzku štátu, na to, aby ho úradníci nechali na pokoji. Ak by bol monopol štátnych peňazí zrušený a dane by bolo možné platiť aj v iných peniazoch či statkoch, klesol by počet transakcií, ktoré sa dajú robiť štátnymi peniazmi, a teda aj ich hodnota spočívajúca v tzv. likviditnej prémii. Významnú podporu dopytu po zlých peniazoch predstavuje garantovanie postavenia štátnych peňazí vo funk-

cii zákonného platidla, teda peňazí, ktoré musí každý akceptovať ako vyrovnanie záväzku. Dopytu pomáha aj povinnosť akceptovať tieto peniaze v maloobchodnom predaji či povinnosť vyplácať v nich zamestnancov. No najdôležitejším faktorom za existenciou dopytu po zlých peniazoch je ich implicitné krytie štátom, ktorý je schopný zdaňovať.<sup>219</sup> Donucovací aparát, ktorý môže extrahovať teoreticky neobmedzené množstvo zdrojov zo súkromného sektora, predstavuje záruku, že štát udrží funkčné peniaze v obehú. Možnosť vyvlastnenia či formálnej deklarácie krytia meny štátnym majetkom, alebo budúcimi daňovými príjmami otvárajú takmer neobmedzené možnosti na podporu štátnej meny.

Ako výhodu moderných peňazí ekonómovia uvádzajú, že z ekonomiky neodčerpávajú užitočné statky. Neobmedzujú ich spotrebu tým, že sú schované v našej peňaženke či v trezore. Keď sa ako peniaze používala pšenica, znamenalo to, že časť jej ponuky nemohla byť použitá na sejbu alebo na pečenie chleba pre hladné deti. Namiesto toho ležala v sklade chrámu ako rezerva na poskytovanie hypoték a spotrebných úverov. Bavlna v bankovkách či elektróny zápisov v databázach dnes nikomu príliš nechýbajú. Moderné nekryté peniaze tiež znížili transakčné náklady. Štátne monopoly znížili počet emitentov mien, čo uľahčilo ich identifikáciu a znížilo nároky na komplikovanosť platobných systémov, ktoré museli kedysi akceptovať peniaze množstva súkromných producentov. Nevýhody moderných peňazí sú obrátenou stranou uvedených výhod. Menej nie je vždy viac. Monopol štátnych peňazí vedie k ich nekvalite, k zneužívaniu na politické a hospodárske ciele a k ich neustálemu znehodnocovaniu. Množstvo štátnych peňazí s núteným obehom nie je obmedzené prirodzenou vzácnosťou komodity alebo ekonomického statku, ktorým sú kryté, ale závisí od rozhodnutia konkrétnych ľudí a centrálna banka môže peňažnú zásobu nafúknuť bez obmedzenia.

### **Z vody víno, peniaze z ničoho - zázrak vzniku peňazí v komerčných bankách.**

Štát cez centrálnu banku nekontroluje priamo celú peňažnú zásobu. Zo všetkých peňazí, ktoré sú v ekonomike, tvoria bankovky vydané centrálnou bankou iba menšiu časť. V eurozóne má podobu bankoviek iba 17 zo 100 eur.<sup>220</sup> Zvyšných 83 eur má elektronickú podobu – sú to peniaze na bežných účtoch v bankách. Na rozdiel od bankoviek a mincí centrálna banka ich množstvo priamo neurčuje svojimi rozhodnutiami vydávať či sťahovať z obehú. Na vznik elektronických peňazí potrebuje spoluprácu komerčných bánk, ktoré usmerňuje monetárnou politikou a regulačnými požiadavkami. Má dôležitý vplyv na motiváciu tieto peniaze mimo jej priamej kontroly vytvárať alebo ničiť. Pozrime sa detailnejšie na to, ako sa dnes rodí väčšina existujúcich peňazí. Tomuto procesu nerozumie mnoho ekonómov a bežní ľudia ani len netušia, že banky takto fungujú.



## Zo 100 na 10 000...

V obľúbenom starom kabáte, v ktorom ste prehýrili zimné večery, nečakane nájdete stoeurovku, o ktorej ste už nemali ani tušenia. Po vyprchaní radosti z náhleho zbohatnutia sa rozhodnete peniaze vložiť na svoj účet v banke, lebo v peňaženke máte už hotovosti habadej. Potom, ako bankovku odovzdáte do rúk sympatickej pracovníčky za sklom priehradky, sa začnú diať veci. Sto eur zvýši objem hotovosti, ktorá tvorí rezervy vašej banky. Tie majú komerčné banky vedené na špeciálnych účtoch v centrálnej banke. Centrálna banka je bankou bánk. Ostatným bankám vedie bežné účty, poskytuje im úvery či naopak, prijíma od nich dlhodobé vklady, pričom všetky tieto operácie sa vykonávajú práve v rezervných peniazoch. Zásadnou črtou dnešného finančného systému je, že komerčné banky nedržia oproti vkladom na bežných účtoch 100% rezervy, ale iba ich zlomok. Preto hovoríme o bankovom systéme frakčných rezerv. Vklad stovky na účet v banke tak nie je len úschovou vašich peňazí. Vkladom dávate banke úver, ktorým financujete jej podnikanie. Kým napríklad kabát, ktorý si necháte v šatni divadla, nevstupuje na jeho súvahu, peniaze uložené na vašom účte do súvahy banky vstupujú ako jej záväzok na stranu pasív. Výšku rezerv oproti bežným účtom určuje centrálna banka. V čase písania knihy požadovala Európska centrálna banka od komerčných bánk povinné minimálne rezervy k bežným účtom v objeme jedného percenta<sup>221</sup> vkladov. Banke tak stačí oproti zápisu 100 eur na vašom účte držať jediné euro v hotovosti zo stovky, ktorú ste jej dali. Keďže banka má z držania hotovosti v trezore iba náklady a zarába najmä na úrokoch z úverovania, v normálnych časoch neváha a zvyšných 99 eur použije na poskytnutie nového úveru do ekonomiky. Buď podnikateľovi, alebo vo forme hypotéky či nákupu štátneho dlhopisu.

Možno ste to nepostrehli, ale práve sme boli svedkami zázraku. Ide o dôležitý moment, z ktorého vyplýva vnútorná nestabilita každej banky v dnešnom finančnom systéme. Aj tých, ktoré sú považované za zdravé, dobre kapitálovo vybavené. Bankový klient Fero síce dostal vďaka vám hypotéku 99 eur, s ktorou môže vyplatiť predávajúceho garsónky, no vy ešte stále máte na bežnom účte svojich 100 eur. Môžete si ich kedykoľvek vybrať a čokoľvek za ne kúpiť. Vaše jarné upratovanie a šťastná stovka tak nielenže zvýšil vašu kúpnu silu o sto eur, ale cez vašu banku aj kúpnu silu dlžníka banky o 99 eur. Rozhodnutím zmeniť formu vašej stoeurovky z bankovky na elektronické peniaze sa magicky zvýšilo množstvo peňazí v obehu (peňažná zásoba) o nových 99 eur, ktoré vznikli z ničoho. To, že peniaze vznikli z ničoho, neznamená, že banka za ne nebude pýtať úrok.<sup>222</sup> Jedným z hlavných privilégií bankového sektora je práve možnosť vyberať úroky z úverov, ktoré vznikli vďaka peniazom vytvoreným z ničoho. Tu sa inflačný efekt vkladu hotovosti na peňažnú zásobu nekončí. Ak má bývalý majiteľ garsónky, ktorú Fero na hypotéku kúpil, účet v rovnakej banke ako vy, banka môže poskytnúť úver znova niekomu inému vo výške 98,1 eura. Tých chýbajúcich 0,9 eura je povinné rezervné percento, ktoré

ostane na účte v centrálnej banke. Ak má predávajúci účet v inej komerčnej banke, hotovosť 99 eur, predstavujúca v bankovom systéme rezervné peniaze, sa presunie tam. Tejto banke sa zvýšia rezervy o 99 eur. V snahe minimalizovať náklady a maximalizovať výnosy zareaguje rovnako ako banka, kde ste peniaze vložili na začiatku. Povinné 1 percento si nechá ako rezervu a zvyšok poskytne ako úver kaderníkovi Jožovi. Ten niekomu zaplatí za parochne a peniaze tak cestujú do ďalšej banky.<sup>223</sup> Vašich 100 eur hotovosti takto postupne putuje bankovým systémom a umožňuje vytvárať nové a nové úvery. Ekonómovia hovoria o multiplikácii peňazí. Banky si z vašej stovky postupne na rezervných účtoch nechávajú iba povinný 1-percentný zlomok. Ostatné peniaze posúvajú ďalej, až kým celých 100 eur neskončí na rezervných účtoch rôznych bánk v systéme. Ak si ich nikto alebo časť z nich opäť nevyberie ako hotovosť, výsledkom multiplikácie bude až 9 900 novovzniknutých elektronických peňazí vďaka novým rezervám v podobe vašich 100 eur v hotovosti. Toto je kľúčový bod na pochopenie fungovania bankového systému a jeho vplyvu na ekonomiku. Banky dnes nie sú ani tak sprostredkovateľom peňažných úspor, ale výrobcami celkom novej kúpnej sily, ktorú za peniaze požičiavajú ostatným. Vašu stovku ste vedome nikomu nepožičali, a napriek tomu vzniklo 9 900 eur nových úverov. Na to, aby dlžníci za 9 900 nových eur v ekonomike nakúpili statky, sa nik nemusel vzdať na obdobie týchto úverov spotreby. Nominálny zázrak, reálne sklamanie. Rozhodnutie nenosiť stovku v peňaženke, ale dať si ju na bežný účet, zvýšilo vďaka systému frakčných rezerv peňažnú zásobu o takmer 10 000 eur. Koľko nových úverov sa môže poskytnúť, koľko nových podnikateľských projektov a s nimi spojených vytvorených pracovných miest ste pomohli vytvoriť. Na to, aby sa spotrebovávalo a investovalo, zrazu netreba najprv šetriť. Takým jednoduchým počínom ste podporili ekonomický rast a technologický pokrok civilizácie, ktorá by bez úverovania bola stále v temnom stredoveku. Problém je, že v takto naštartovanom procese vznikajú iba peniaze, nie reálny kapitál. Dochádza k peňažnej inflácii. Nové úvery sú ekvivalentom zhodenia peňazí v Krugmanistane. Nevznikne žiadne nové reálne bohatstvo, iba sa cenovou infláciou a vznikom nových peňažných žetónov prerozdolí to existujúce.

### ... a z 10 000 späť na 100

Akú neplechu robí nafukovacia a sfukovacia peňažná zásoba v ekonomike, možno pochopiť, keď sa zamyslíme nad tým, čo sa stane, ak si tú stovku z banky o tri roky opäť vytiahnete. Sto eur hotovosti, ktoré vám cez dieru v skle podajú, zmizne z trezoru komerčnej banky a bankový systém ako celok má o 100 eur rezerv menej. Komerčné banky musia dodržať existujúcu požiadavku na povinné minimálne rezervy. Ak tento únik rezerv nekompenzuje niekto iný novým vkladom v hotovosti alebo centrálna banka vpustením nových rezerv do

systému a komerčné banky nemajú nadbytočné rezervy, potom musia zrušiť celú pyramídu elektronických peňazí postavenú na tejto stovke. Pyramída má podobu vkladov na bežných účtoch, ktoré vznikli cez poskytnutie nových úverov. Na opätovné zharmonizovanie objemu vkladov na bežných účtoch s množstvom rezerv existuje viac spôsobov. Banky môžu predať existujúce úvery, dlhopisy alebo iné aktíva za hotovosť, ktorá zvýši ich rezervy. Alebo obmedzia poskytovanie nových úverov, či vyzvú na skoršie splatenie tých existujúcich. Výber 100 eur z bankového systému povedie k zániku 9 900 elektronických eur, o ktoré poklesne celková peňažná zásoba. Menej peňazí naháňajúcich rovnaké veľké množstvo ekonomických statkov vyvolá tlak na pokles cien a tento nedostatok dočasne zvýši úroky. Dôjde teda k peňažnej defláci. Prekvapivý pokles cien a rast úrokov môžu ekonomickí aktéri mylne interpretovať ako nedostatok reálneho kapitálu na investície či spotrebu alebo ako prepád dopytu. Nebudú teda toľko investovať a spotrebovávať napriek tomu, že sa s množstvom reálneho kapitálu nič nestalo. Je to, ako keby v Krugmanistane zhorel kamión s peniazmi, ktorých stratu by nik v obehu nenahradil. Rovnako ako v prípade peňažnej inflácie by sa ani v prípade peňažnej deflácie reálne bohatstvo krajiny nezmenilo, akurát by došlo k jeho prerozdeleniu nutnou úpravou cien tak, aby zodpovedali novej realite počtu peňažných jednotiek v obeh.

## Kde dnes vznikajú a zanikajú peniaze

Opustíme nerealistický príklad s kabátom, ktorý poslúžil na ilustrovanie princípu. Množstvo výberov a vkladov hotovosti sa v normálnych časoch viac-menej vyrovná, inflácia vzniká inak. Rezervné peniaze do obehu vpúšťa a z obehu sťahuje centrálna banka produkciou bankoviek alebo vytvorením zápisov na rezervných účtoch komerčných bánk na jej súvahe. Tieto elektronické rezervy si môže komerčná banka zmeniť na fyzickú hotovosť telefonátom. Štátna banka bánk riadi veľkosť vesmíru rezervných peňažných jednotiek, na ktorých môže prebehnúť ich vyššie opísaná multiplikácia úverovaním komerčnými bankami. Centrálna banka peniaze do ekonomiky nesype len tak. V prípade, že chce znížiť úroky monetárnou stimuláciou, robí tak vytváraním nových rezerv. Novonarodené rezervné peniaze sa v systéme objavia po tom, čo centrálna banka nakúpi od vybraných komerčných bánk existujúce štátne dlhopisy alebo pokladničné poukážky.<sup>224</sup> V prípade, že úroky klesli viac, než úradníci uznali za vhodné, alebo ak cenová inflácia prekročí cieľované hodnoty, banka začne rezervy naopak ničiť. To sa deje presne opačnými transakciami, predajmi zvyčajne štátnych dlhopisov či pokladničných poukážok zo súvahy centrálnej banky. Nakupujúce komerčné banky jej vracajú rezervné peniaze, čím dochádza k ich odchodu do večných monetárných lovísk. Pri nafukovaní množstva rezervných peňazí v systéme súvaha centrálnej banky rastie. Na strane



pasív pribúda novovytvorená hotovosť alebo zápisy na rezervných účtoch bánk, ktoré sú vedené ako záväzky centrálnej banky a na strane aktív nakúpené dlhopisy. Pri zmenšovaní rezerv, ich nasávaním späť do centrálnej banky, jej súvaha naopak klesá, keďže s predanými dlhopismi sa znižuje aj objem rezerv.

Pohľad na centrálnu banku a jej súvahu nám však nikdy nepovie celý príbeh o celkovom množstve peňažných jednotiek pôsobiacich na ceny v ekonomike. Celková peňažná zásoba tvorená súhrnom hotovosti v obehu mimo trezorov bánk a elektronických peňazí na bežných účtoch môže v niektorých situáciách dokonca klesať i napriek rastúcim rezervám. A naopak, rásť napriek usilovnej likvidácii rezerv centrálnou bankou. Príčinou je, že väčšinu peňažnej zásoby tvoria práve elektronické peniaze vytvorené komerčnými bankami v podobe elektronických peňazí obyvateľstva, firiem a štátu na bežných účtoch či iných vkladoch splatných na požiadanie. Elektronické rezervy a hotovosť komerčných bánk, plus hotovosť, ktorá obieha mimo bánk, v ekonomike, tvoria len takzvanú monetárnu bázu, na ktorej stojí obrátená pyramída bankových peňazí.

Expanzie a následné implózie peňažnej zásoby môže síce šartovať centrálna banka, no pre konečné množstvo peňazí v ekonomike je určujúce, čo robia komerčné banky. Súkromní bankári v prípade solventnosti svojich inštitúcií a existujúceho dopytu po úveroch väčšinou neodmietnu šancu na zisk v podobe úrokových príjmov z novovytvorených úverov a využijú ju naplno. Výnimkou sú časy recesie alebo ekonomickej depresie, tak ako to bolo po finančnej kríze, keď americké, ale aj európske banky držali obrovský objem prebytočných rezerv nad minimálnym objemom určeným centrálnymi bankami.

## V banke nie sú všetky vaše peniaze

*„Na začiatku mi dovoľte konštatovať jednoduchý fakt. Keď uložíte peniaze do banky, táto ich neuloží do svojho trezora, ale ich investuje do úverov v rôznych podobách – do dlhopisov, zmeniek, hypoték a rôznych iných druhov pôžičiek. Inými slovami, banka nechá vaše peniaze pracovať tak, aby sa mohli točiť kolesá priemyslu a poľnohospodárstva. Iba relatívne malá časť peňazí, ktoré do banky vložíte, je držaná v hotovosti. Toto množstvo v normálnych časoch dostatočne pokrýva hotovostné potreby priemerneho občana. Inými slovami, celkové množstvo hotovostných peňazí v krajine je iba relatívne malým zlomkom sumy existujúcich vkladov vo všetkých bankách v krajine.“* Trochu oneskorenú, ale základnú lekciu fungovania bankovníctva frakčných rezerv dával 12. marca 1933 cez rádio z bankových prázdnin prekvapeným Američanom novonastupujúci prezident Franklin Delano Roosevelt v príhovore s názvom „Banková kríza“.<sup>225</sup> Roosevelt po nástupe použil zákon o obchodovaní s nepriateľom ešte z prvej svetovej vojny a znárodnil všetko ich investičné zlato a striebro<sup>226</sup> a pod hrozbou väznenia im ho na takmer 30 rokov zakázal vlastníť.

Ste prezident, na niekoľko dní ste zavreli banky v celej krajine a chystáte sa ľuďom zobrať ich zlato. Do akého príbehu to zabalíte? Vyhrál spin „sú dôležitejšie veci ako zlato, spojme sa proti spoločnej hrozbe“. Múdry pán v rádiu pokračoval: „Koniec koncov pri prispôbovaní sa nášho finančného systému existuje niečo, čo je dôležitejšie ako hotovosť, dôležitejšie ako zlato. Je to dôvera samotných ľudí. Dôvera a odvaha sú základom pre úspešné uskutočnenie nášho plánu. Ľudia, musíte mať vieru, nemôžete podľahnúť panike na základe klebiet a hádania. Spojme sa vo vyhánaní strachu. My sme poskytli nástroje na obnovu nášho finančného systému a teraz je na vás, aby ste ich podporili, aby to fungovalo. Je to váš problém, priatelia, o nič menej váš problém ako môj problém. Spolu nemôžeme zlyhať.“

Z popisu fungovania multiplikácie peňazí v dnešnom systéme komerčných bánk s frakčnými rezervami vyplýva pre obyčajných ľudí zásadný praktický poznatok. Banka nie je prasiatko. Ak do nej vložíte stovku, tá je ihneď fuč. Zostane len virtuálne číslo na vašom účte. Na rozdiel od kasičky, pri ktorej viete, že v nej peniaze neustále sú, hoci zmizli z očí. Vklad na našom bežnom účte je úver banke. „Naše“ peniaze v banke nie sú naozaj naše.<sup>227</sup> Väčšina ľudí, ktorých poznám ja, o tom nevie. Do kontraktu s bankou vstupujú v omyle. Aby peniaze vkladateľ vlastnil a plne kontroloval a zároveň aby boli investované v projektoch banky, je logický nezmysel. Napriek tomu, že sa to volá vklad, ide o pôžičku, a vkladateľ je preto iba nezabezpečený veriteľ banky. Rovnako ako podriadení držiteľia jej dlhopisov, ktorí nemajú žiadnu zábezpeku. Ak by zrazu všetci ľudia precitli a chceli by si vybrať „svoje“ peniaze zo svojich účtov v hotovosti, uspel by iba malý zlomok z nich. Základnou podmienkou pokračovania systému čiastočných rezerv, a tým aj prežitia bankového systému je ignorancia. Tá umožňuje život bez obáv a nízky záujem ľudí o výber hotovosti.

Banky počítajú s tým, že výber peňazí v jednom momente uskutoční iba zanedbateľné množstvo ľudí, a tak bohato postačia existujúce rezervy. V prípade koncentrácie výberov na jednu konkrétnu banku jej môžu pomôcť požičaním rezerv ostatné banky alebo rovno centrálna banka. Frakčné rezervy tak na jednej strane umožňujú bankám zarábať úroky na peniazoch vytvorených z ničoho, na druhej strane ich robia extrémne zraniteľnými a závislými na pretrvávaní ilúzie, mylného hodnotenia ľudí ohľadom ich likvidity, teda schopnosti splácať okamžite splatné záväzky. Stačí jedno hlasné dieťa a všetci zistia, že bankový kráľ je nahý. Komerčné banky sú dnes neustále v stave neodhaleného bankrotu.

Na polozenie bankového systému pri začiatku finančnej krízy v roku 2007 stačilo, aby sa ľudia pokúsili vybrať 12% peňazí zo svojich bežných účtov.<sup>228</sup> Už tento objem výberov hotovosti by vyčerpal rezervy všetkých komerčných bánk v eurozóne. Práve strach z náhleho odlivu vkladov je najväčšou hrozbou moderných bánk a tvrdým obmedzením ich ochoty multiplikovať rezervné peniaze. Útek peňazí na základe náhlych obáv alebo fámy môžu banku dohnáť na pokraj skutočného bankrotu.

## Beh za stabilnejší bankový systém

Beh na banku a následný útek vkladov je rozplynutím ilúzie bankových klientov o bezpečnosti ich peňazí vo finančných inštitúciách. Samotný beh nemusí spustiť len finančne negramotní a zle informovaní vkladatelia. V poslednej finančnej kríze bežali na banky najlepšie informovaní aktéri na finančnom trhu – samotné banky. Ku behom na banky dochádza zvyčajne pred vyvrcholením hospodárskeho cyklu. Dostatočne vysoké množstvo ľudí sa začne obávať neudržateľnosti ekonomického rastu alebo nafukovania bubliny v cenách aktív. Pribúdajúce nesplácané úvery alebo klesajúca hodnota aktív banky v podobe držaných dlhopisov vyvolajú snahu jej vkladateľov peniaze presunúť do bezpečia. Podobne ako na olympiáde, aj pri behu na banku je extrémne dôležité byť medzi prvými. Pri behu na banku nemôžu byť uspokojení všetci vkladatelia, niekto musí odísť naprázdno. Zvyčajne to boli tí, ktorí prišli neskôr. Snaha o čo najlepšie miesto v rade pred zatiaľ otvorenými pobočkami vytvorí nákazu, ktorá sa rýchlo šíri systémom. Informácie o hroziacich problémoch banky sú cenné, pričom môže byť extrémne drahé konať až po overení ich pravdivosti. Tak ako nervózny policajt pri razii najskôr strieľa a až potom zisťuje, čo sa vlastne stalo, je vkladateľ motivovaný najprv vyberať peniaze a až potom overovať opodstatnenosť existujúcich obáv. Ide o nestabilnú rovnováhu a ktokoľvek môže fámou ohroziť fungovanie celého systému.

## Kapitál nie sú rezervy

*Pri diskusiách o bankách si mnoho ľudí mylí kapitál s rezervami a problémy so solventnosťou zamieňa s problémami s likviditou. Túto chybu pritom nerobia len laici, ale aj pozoruhodné množstvo ekonómov navrhujúcich nové regulácie a pravidlá podnikania vo finančnom sektore. Ak pri pokladni s plným košíkom zistíte, že ste si doma zabudli peňaženku, ste nelikvidný, no solventný. Ak vám kamarát poskytne premostovací úver, budete ho vedieť splatiť aj s úrokom. Ak vás vyhodí z roboty a vy nemáte žiadne úspory ani majetok, potom spotrebný úver na vianočné darčeky z vás robí nesolventnú osobu. Napriek tomu, že máte poslednú stovku v peňaženke, a tak ste do ďalšej splátky ešte stále likvidný.*

*Aj pri banke určuje solventnosť jej potenciál dlhodobo generovať zisk a jej akumulovaný vlastný kapitál. Likviditu, čiže schopnosť splácať aktuálne záväzky, určuje pomer hotovostných alebo iných rezerv banky, rýchlo speňažiteľných bez straty hodnoty ku jej splatným aktívam. Výška kapitálu hovorí o tom, akú časť podnikania banky financujú priamo jej majitelia a koľko kapitálu je k dispozícii na absorpciu*



prípadných strát predtým, než sa bude musieť siahnuť aj na peniaze veriteľov v podobe vkladov ľudí, bánk a majiteľov bankových dlhopisov. Podiel rezerv v podobe hotovosti alebo vkladov banky v centrálnej banke popisuje druhú stranu súvahy než kapitál. Dáva informáciu o tom, akú časť svojich záväzkov vie banka uhradiť okamžite bez toho, že by sa musela spoliehať na splatenie pohľadávok voči iným inštitúciám alebo stabilitu trhovej ceny aktív, ktoré drží.

Trapas s peňaženkou ukázal, že solventnosť nemusí byť nutne previazaná s likviditou. Napriek neschopnosti banky okamžite uhradiť všetky splatné záväzky, keď sa pred dverami pobočky vytvorí dlhý rad, môže byť banka vzhľadom na kvalitu svojich dlhodobých aktív a biznis model v dlhšom horizonte solventná, čiže schopná generovať dostatočné príjmy na pokrytie prevádzkových a finančných nákladov banky. Banková panika sa začína obavami o solventnosť niektorých bánk z dôvodu ich strát na úveroch či iných investíciách. V prípade americkej finančnej krízy sa krátkodobí inštitucionálni veritelia investičných bánk zľakli, že straty z cenných papierov naviazaných na nehnuteľnosti zožerú veľkú časť vlastného kapitálu bánk. Obavy z neschopnosti vyplatiť vkladateľov či iných veriteľov viedli k preventívnym výberom aj v ostatných, zdravších bankách. Ak počet výberov presiahne určité hraničné množstvo, celý systém začne mať problémy s likviditou. Pred hrozbou systematického behu na banky ich z dôvodu nesúladu medzi dobou splatnosti záväzkov a pohľadávok nemôže zachrániť ani vyšší podiel vlastného kapitálu. Naraz sa k rezervám, ktoré predstavujú len zlomok okamžite splatných záväzkov, jednoducho všetci dostať nemôžu.

Šedá zóna medzi dočasnými problémami s likviditou a stavom, keď treba predať aktíva banky, kancelárske stoličky, zhasnúť a zamknúť, poskytuje veľký priestor pre často arbitrárne zásahy štátneho regulátora. Odlíšiť problémy s likviditou od nesolventnosti banky je veľmi delikátna záležitosť. Vo svojej podstate vyžaduje subjektívny podnikateľský odhad. Preto asi jediným možným testom toho, či nejaká inštitúcia je iba nelikvidná, no ešte solventná, je existencia súkromných investorov, ktorí sú na túto stávku ochotní riskovať vlastné peniaze. Buď jej prebratím, kúpou podielov v nej, alebo aspoň poskytnutím preklenovacieho úveru. Využitiu trhového testu sa štátny regulátor v bankovom sektore stráni. Problémy jednotlivých inštitúcií tu bývajú synchronizované a existuje obava ich rozšírenia na ostatné subjekty. Pri plošnom behu na banky, a je jedno, či zo strany vkladateľov, alebo zo strany iných bánk, sa v bankovom systéme s frakčnými rezervami stanú nelikvidnými nutne všetky banky. Preto sa väčšinou

*pristúpi rovno k záchranným úverom z centrálnej banky najmä u väčších inštitúcií, bez ohľadu na skutočnú solventnosť banky.*

*Dilemu, či je banka v problémoch nesolventná, alebo len ne-likvidná, kedysi riešili centrálné banky o niečo poctivejšie. Snažili sa intervenovať podľa Bagehotovho pravidla „požičiavaj štedro, ale iba solventnej banke a za penalizačný úrok“. Takto banky, ktoré problémy nemajú, nebudú zbytočne lacno čerpať z verejných zdrojov a bohatnúť na úkor zvyšku spoločnosti. Na druhej strane nesolventné banky rovno zbankrotujú. Trh sa aj napriek existencii centrálnej banky očistí od zhnitých jabĺk. Ponúkanú pomocnú ruku centrálnej banky využijú len solventné, životaschopné banky, ktorých problémy s likviditou majú dočasný charakter, a drahý úrok sú schopné centrálnej banke zaplatiť z budúcich príjmov. S riešením sa vzhľadom na vysoké úrokové náklady pomoci poponáhľajú. Dnes je to inak. Chápanie úlohy centrálnej banky sa posunulo a po finančnej kríze sa zdá, že Bagehotovo pravidlo považujú centrálni bankári za prežitok. Zabudli na prísne podmienky pomocných úverov<sup>229</sup> aj na podmienku solventnosti. V kríze centrálné banky požičiavali štedro, zadarmo a všetkým bankám bez ohľadu na solventnosť. Vyhrala filozofia, podľa ktorej je takmer každá väčšia banka považovaná za „systematicky dôležitú“ a v očiach štátneho regulátora by jej zánik ohrozil fungovanie celého finančného systému.*

~~~~~

Na vnútornú nestabilitu finančného systému upriamujú pozornosť aj reči o potrebe dôvery v bankovom systéme. Kým nikto nehovorí o potrebe dôvery v ťahaní oceľových rúr a nepodložená fáma len ťažko položí automobilový priemysel, finančný sektor je v oblasti fám, klebiet, nálad, povier a paník extrémne zraniteľný. Vďaka neriešiteľnému konfliktu medzi splatnosťou na požiadanie na strane pasív a dlhodobým charakterom aktív, na financovanie ktorých sa tieto peniaze použijú, môže fungovanie banky ohroziť aj hlúpy vtíp či dokonca náhodné zoskupenie ľudí pred filiálkou. Presne to sa stalo jednej hongkongskej banke v roku 1985. Chutné chrumkavé pečivo a komerčný úspech pekára v blízkosti pobočky viedli k dlhému radu vinúcemu sa aj popred vchodové dvere banky. Okoloidúci to mylne vyhodnotili ako zvýšené výbery klientov, ktorí majú nejaké informácie o problémoch banky, a začali s hromadným výberom svojich úspor.<sup>230</sup>

## Ako môže byť centrálna banka proti kapitalizmu, keď ju chceli samotné komerčné banky?

### Evolúcia k systému s centrálnou bankou

Ak ľuďom sľubujete postrážiť peniaze a namiesto toho ich niekomu požičiate, musíte neustále trpieť, či na to pred splatnosťou vašich úverov neprídu. Kedysi bola spravodlivosť pri odhalení neschopnosti vyplatiť vkladateľov v bankovom systéme prísnejšia. Pri odkrytí latentného bankrotu banky držiacej nedostatočné rezervy išlo jej majiteľom nielen o osobný majetok, ale i o život. Komerčné banky s frakčnými rezervami sa preto pred touto vnútornou nestabilitou a zraniteľnosťou vyplývajúcou z ich podnikania snažili poistiť.

Jednou stratégiou bola snaha o získanie čo najväčšieho trhového podielu. Veľkosť trhového podielu zvyšuje objem rezerv, ktoré má banka pre svoje jednotlivé pobočky k dispozícii. Regionálne, geograficky koncentrovaný zvýšený výber peňazí preto vie dlhšie vykrývať z celkových rezerv, a tak zabrániť rozšíreniu správ o vkladateľoch, ktorí z pobočky banky odišli naprázdno. Veľké množstvo klientov zároveň zvyšuje pravdepodobnosť, že peniaze utekajúce banke z jedného účtu nakoniec skončia síce na inom účte, no v banke patriacej do tej istej bankovej skupiny. Geografická diverzifikácia a početnosť klientov tak znižujú absolútnu výšku rezerv, ktoré musí banka držať.<sup>231</sup> Takáto tendencia historicky viedla k snahe bánk za každú cenu rásť, často aj cez akvizície či spojenia viacerých subjektov a intenzívnej konkurencii o vklady obyvateľstva. Napriek konkurenčnej bitke o každého živého klienta si banky na trhu uvedomovali, že sa plavia na rovnakej nestabilnej lodi. Hromadnému, plošnému behu na banky by nevedeli čeliť ani najväčšie z nich. Rezerv jednoducho nemohlo byť nikdy dosť. Vydaných bankoviek bolo rádovo viac než existujúceho zlata či striebra vo všetkých bankách. Navyše beh a následný krach jednej z nich sa mohol ako požiar v drevenej radovej zástavbe rozšíriť na ostatné a položiť celý systém. Odhalením neschopnosti vyplatiť všetky splatné záväzky síce môže prísť k bankrotu konkurenta a vytvoreniu priestoru pre rast ostatných bánk, no zároveň existuje obrovské riziko šírenia nedôvery aj na ostatné banky, ktoré by čakal rovnaký osud. Nad konkurenčným bojom bánk sa preto vytvorila úroveň spoločnej spolupráce na zabezpečenie prežitia celého sektora. Banky začali koordinovať správu rezerv. Snažili sa o postupnú homogenizáciu bankoviek,<sup>232</sup> ktoré jednotlivé banky vydávali, a o nahromadenie ich dostatočne veľkých rezerv v zúčtovacom centre, ktoré obsluhovalo celý bankový trh.



Zúčtovacie centrum vzniklo pôvodne z potreby vzájomného vyplácania šekov rôznych bánk pôsobiacich v jednom regióne. Predtým musela banka každý deň fyzicky predkladať šeky, ktoré akceptovala od svojich klientov, v konkurenčnej banke, odkiaľ pochádzali, a vybrať príslušné množstvo hotovosti v podobe striebra a zlata. Toto denné vyrovňovanie záväzkov a pohľadávok sa pre členov novovznikajúcich centier sústredilo postupne na jedno miesto, napríklad v obľúbenom bare, kde sa stretli zástupcovia jednotlivých bánk. Časom takéto centrá začali naberať nové funkcie. Preverovali zdravie svojich členov v snahe minimalizovať riziko pri akceptovaní šekov jednotlivých bánk. Ukladali svojim členom povinnosť predkladať k nahliadnutiu každý týždeň finančné výkazy. Okrem toho príležitostne poskytovali úvery v podobe šekov krytých všetkými členskými bankami. V prípade, že sa nejaká členská banka dostala do problémov z dôvodu príliš veľkého objemu výberov, mohla si požičať zdroje zo spoločnej kopy peňazí. Zúčtovacie centrá začali vydávať vlastné úverové certifikáty podobné bankovkám, ručené všetkými členskými bankami, ktoré v prípade bankovej paniky a hromadných výberov dávali namiesto chýbajúceho zlata a striebra do rúk aj obyčajným ľuďom.<sup>233</sup> Napríklad v americkej bankovej panike v roku 1893 dosiahol objem takýchto úverových certifikátov 2,5% celkovej peňažnej zásoby. Zúčtovacie centrá postupne získali funkciu veriteľa poslednej inštancie a boli súkromnými predchodcami moderných centrálnych bánk.<sup>234</sup> Spoločný zásobník znížil riziko akútneho nedostatku rezerv jednotlivých členských bánk. Zvýšený pocit bezpečia viedol v snahe o maximalizáciu zisku k ešte väčšej inflácii nekrytých bankoviek.

## Centrálna banka a kapitalizmus

*„No ale keď je centrálna banka v rozpore s kapitalizmom, ako je možné, že jej vznik a existenciu podporujú samotné súkromné banky?“* znela námietka na jednej z mojich diskusií o škodlivom vplyve štátnej centrálnej banky na ekonomiku. Príliš ideologické delenie sveta na „štát“ a „trh“ znemožňuje vidieť komplexnejšie prepletenie týchto ideálnych kategórií v reálnom svete. Áno, centrálna banka je hlavným štátnym regulátorom súkromných bánk. No to automaticky neznamená, že nemôžu spolupracovať pri dosahovaní svojich cieľov. Pozrime sa okolo seba. Veľkú časť existujúcej regulácie presadili samotní podnikatelia cez nimi sponzorovaných politikov, aby si okolo svojho podnikania vybudovali vysoké nákladové múry v podobe požiadaviek na administratívu, kvalitu, bezpečnosť či hygienu. Hlavnou motiváciou nie je dobro spotrebiteľa, ale ochrana pred lacnejšou konkurenciou. Či už domácou v podobe menších subjektov, alebo tou zahraničnou. Jednoduchá rozprávka o ľútom boji štátnych úradníkov s kapitalistami nám tu nepomôže.

Za založenie štátnej centrálnej banky lobovali samotné komerčné banky. Jej vznik a prebratie funkcie veriteľa poslednej inštancie predstavovali pre sek-

tor výrazné zlepšenie oproti rôznym podobám súkromných zúčtovacích centier. Na rozdiel od súkromných predchodcov má štátny monopolný producent peňazí k dispozícii neobmedzené množstvo rezerv, keďže si ich môže podľa potreby dotvoriť. Ani spolupráca konkurujúcich si bánk a vzájomné úvery nemohli zabezpečiť dostatočné rezervy na to, aby zastavili rozsiahlejší beh na viaceré banky naraz. Zlaté a strieborné rezervy boli z podstaty fungovania bánk len zlomkom ich celkových okamžite splatných záväzkov.<sup>235</sup> K takýmto celosystémovým behom dochádzalo vzhľadom na charakteristickú nestabilitu systému s frakčnými rezervami s nepríjemnou pravidelnosťou. To, čo sa začalo ako beh na jednu banku, často prerástlo do stavu finančnej krízy, keď si do banky bežali vybrať peniaze takmer všetci. V týchto prípadoch prestali byť v obchodnom styku akceptované bankovky a platiť sa muselo zlatom či striebrom. Napríklad v USA bolo medzi rokmi 1793 a 1900 až 14 bankových paník.<sup>236</sup> V Anglicku mali bankovú paniku medzi rokmi 1797 až 1857 takmer presne každých 10 rokov.<sup>237</sup> Napriek tomu súkromné zúčtovacie centrá odvádzali v porovnaní s modernými centrálnymi bankami ešte relatívne dobrú prácu. Zbankrotovalo v nich relatívne málo bánk a straty na vkladoch boli v týchto panikách relatívne malé.<sup>238</sup> Hlavne sa nestávalo, že po bankovej panike zostala väčšina bánk nesolventných, ako sa to deje v moderných krízach.

Zostatkové riziko v podobe fyzickej nemožnosti vyplatenia všetkých vkladateľov rezervami sa historicky odstránilo transformáciou súkromného zúčtovacieho centra na producenta monopolných peňazí s núteným obehom. Neskôr celý systém získal zavedením poistenia vkladov takmer dokonalú ochranu pred prípadným hnevom vkladateľov. Táto imunita bankového sektora pred sebaobranou vkladateľov bola ešte posilnená postupným zrušením možnosti výmeny peňažných substitútov vo forme bankoviek za ozajstné peniaze, zlato a striebro.

## Cesta k zlým peniazom

K prechodu zo systému voľného bankovníctva s komoditnou menou na systém monopolných fiat peňazí produkovaných centrálnou bankou nedošlo zo dňa na deň. Išlo o dlhý historický proces postupného ovládnutia peňazí štátom.<sup>239</sup> Netreba ho ale chápať ako centrálnu riadenú stratégiu, ale skôr výslednicu množstva individuálnych záujmov a existujúcich výhod. Ako napísal často citovaný teoretik centrálného bankovníctva Walter Bagehot, britský bankár a novinár žijúci v 19. storočí: *„Systém bankovníctva jednotných rezerv nebol zámerne vytvorený z nejakých konkrétnych dôvodov, ale bol výsledkom mnohých samostatných udalostí a akumulácie právnych privilégií v jednej konkrétnej banke.“*<sup>240</sup> Na začiatku boli zákony o zákonnom platidle, ktorými suverén určil privilegované postavenie vybraným bankovkám. Týmto peňažnými substitútmi mohla zrazu jedna strana zmluvy vyplatiť plnenie zmluvy aj proti vôli druhej protistrany.

Napriek tomu, že v zmluve mohol byť zadaný iný druh platby. Takéto zákony vytvorili dopyt po zákonnom platidle a garantovali jeho rozšírenie v ekonomike. Ak má človek zmluvu v uncách striebra a zároveň ju môže vyplatiť aj v inflačných bankovkách štátnej meny, ktoré už ani zďaleka nezodpovedajú nominálnej hodnote v hmotnosti striebra pri ich emisii, potom nebude váhať a použije zákonné platidlo. Na druhej strane, ak vie, že je takéto niečo možné, potom zmluvu dopredu radšej uzavrie v síce menej kvalitnej, no zákonnej mene.

Ďalším dôležitým krokom na ceste k dnešným zlým peniazom bolo pridelenie privilégia produkcie zákonného platidla v podobe štátnych bankoviek len vybraným súkromným bankám. Inflácia, vytváraná týmito privilegovanými bankami v podobe vydávania bankoviek nekrytých rezervami, sa maskovala pravidelnými štátom požehnanými pozastaveniami vymeniteľnosti bankoviek za podkladové zlato alebo striebro v prípade rozbiehajúceho sa behu na banky. Pohľadávky veriteľov voči bankám sa jednoducho počas krízy nevymáhali. Na niekoľko dní zavládli bankové prázdniny, keď mohli banky zostať zatvorené a svojich veriteľov ignorovať. Štát to nerobil zadarmo. Z inflačnej produkcie nekrytých bankoviek profitoval buď priamo podielom na zisku emitujúcich bánk, alebo cestou úverov, ktoré odčerpával od privilegovaných subjektov. Banky tak získali špeciálne postavenie oproti ostatným kapitalistom, ktorí svoje záväzky museli platiť bez ohľadu na externé podmienky. Toto obmedzenie pomáhalo ochrániť emisnú banku pred úplným vyčerpaním rezerv a umožňovalo jej prečkať napäté časy, kým došlo k upokojeniu situácie bez toho, že by musela zbankrotovať.

Privilégiá nestačili, preto sa neskôr pristúpilo k otvorenému zákazu emisie iných bankoviek, ako bolo zákonné platidlo.<sup>241</sup> To znamenalo úplnú monopolizáciu produkcie papierových peňažných substitútov. Monopol konečne umožnil koordinovanú infláciu celému bankovému sektoru naraz. Prebiehajúce inflačné humpľovanie vkladateľov privilegovanou bankou vydávajúcou zákonné platidlo už nemohla odhaliť rastúca hodnota bankoviek konkurencie, ktorá inflovala menej. Štátne bankovky v niektorých prípadoch už ani neboli kryté monetárnym kovom, ale štát požadoval ich krytie štátnymi dlhopismi, čím si vytváral umelý dopyt po svojom dlhu a uľahčoval financovanie výdavkov. Napríklad hlavným cieľom Národného bankového zákona, ktorým federálna vláda v USA v rokoch 1863-64 zobrala tisíciam súkromných bánk možnosť vydávať vlastné bankovky, bolo financovanie americkej občianskej vojny. Zákonné platidlo, ktoré mohla emitovať iba vybraná banka, sa začalo postupne používať namiesto samotných peňazí v podobe zlata a striebra ako rezervy pre ostatné banky. Tie sa stali závislými na rezervných bankách. V prípade problémov konkrétnej banky poskytovala banke rezervy práve privilegovaná centrálna banka.

Posledným míľnikom na ceste k zlým peniazom bolo zrušenie akejkolvek zameniteľnosti štátnych monopolných peňazí za monetárne kovy, ku ktorému došlo v 70. rokoch 20. storočia. Bankový systém mohol zrazu vďaka centrálnej banke



s monopolom na produkciu nekrytých peňazí s núteným obehom prežiť aj finančné krízy veľkého rozsahu a odolať aj veľkým behom vkladateľov. Udržanie kľúčovej ilúzie pre bankovníctvo frakčných rezerv, že všetci vkladatelia môžu voľne disponovať so svojimi peniazmi na účtoch, sa vďaka lacným papierovým peniazom zrazu stalo fyzicky možným a dnes závisí už len od ochoty centrálnych bankárov pomáhať. Spolu so štátnou schémou povinného poistenia vkladov to viedlo k pokojnejšiemu obdobiu v 20. storočí s výrazným poklesom počtu behov vkladateľov na banky.

### Kto vlastní Fed

Evolúciu štátnych centrálnych bánk zo súkromných inštitúcií parazitujúcich na štátnych privilégiách možno dokumentovať na historickom vývoji konkrétnych centrálnych bánk a postupne sa meniacom spôsobe ich fungovania. Už spomínaná druhá najstaršia centrálna banka sveta, Bank of England, vznikla v roku 1694 a až do znárodnenia v roku 1946 bola prevádzkovaná ako súkromná inštitúcia. Ešte začiatkom 19. storočia určil panovník jej bankovky za zákonné platidlo, čím umožnil okolo jej rezerv kartelizovať celý bankový sektor. V roku 1844 získala absolútny monopol na vydávanie všetkých bankoviek, v roku 1914 britský kráľ umožnil tejto banke pozastavenie povinnosti vyplácania peňazí (vzácnych kovov) za jej bankovky, aby mohol pomocou jej tlačiarň financovať prvú svetovú vojnu.

Súkromných investorov, najmä v podobe komerčných bánk, majú vo vlastníckej štruktúre dodnes mnohé iné centrálné banky. Centrálnu banku Talianska Banca D'Italia<sup>242</sup> vlastní tamojšie banky a poisťovne. Všetkých dvanásť regionálnych bánk Fedu založených americkým Kongresom a vykonávajúcich operácie Federálneho rezervného systému vlastní americké komerčné banky. Viac ako tretina všetkých amerických komerčných bánk, ktoré držia tieto akcie, je tak jeho oficiálnymi členmi.<sup>243</sup> Predtým, než sa rozbehne konšpiračná predstavivosť, rýchlo dodám, že nejde o klasické akcie, keďže s nimi spojené práva sú výrazne obmedzené. Členské komerčné banky s nimi nemôžu obchodovať, nemôžu ich použiť ako kolaterál pri čerpaní úverov a výška vyplácanej dividendy nezávisí od dosiahnutého zisku Fedu, ale je pevne stanovená zákonom vo výške 6% splateného kapitálu.<sup>244</sup> S akciami švajčiarskej, japonskej, gréckej, belgickej a juhoafrickej centrálnej banky sa obchoduje na burze, i keď výkon vlastníckych práv a podieľanie sa na zisku sú taktiež obmedzené.<sup>245</sup> Vo Schweizerische Nationalbank vlastní súkromní investori 37% akcií, zvyšných 53% vlastní jednotlivé kantóny a tamojšie banky. Súkromná komerčná banka Bank of Greece sa až v roku 1927 vzdala privilégia vydávať grécke bankovky v prospech novovzniknutej gréckej štátnej centrálnej banky – Bank of Greece výmenou za možnosť zorganizovať emisiu jej akcií. National Bank of Belgium vznikla v roku 1850 ako spoločnosť s ručením obmedzeným.

Podiely v nej získali súkromné komerčné banky výmenou za vzdanie sa práva vydávať vlastné bankovky. Štát získal v tejto banke 50 percentný podiel až v roku 1948.

Vnímať štátnu centrálnu banku ako protiváhu záujmov súkromných bánk a finančného sektora je chyba. Existencia štátnej centrálnej banky je nielenže v záujme<sup>246</sup> súkromného bankového sektora, ale dokonca nutnou podmienkou jeho existencie v súčasnej podobe. Bez možnosti získavať rezervy z centra v prípade problémov by bankový systém s dnešnou úrovňou rezerv jednoducho neprežil. Napriek tomu, že moderné centrálné banky prešli vo svojom vývoji dlhú cestu, stále možno očakávať, že nepôjdu proti spoločným záujmom bankárov, na ktorých popud táto inštitúcia vznikla.

### Symbióza v modernom finančnom systéme – centrálna banka ako sociálna poisťovňa bankárov

Moderná centrálna banka je ústredným hráčom na finančnom trhu. Tvorí alebo ničí monopolné rezervné peniaze, a tým ovplyvňuje celkové množstvo peňazí v ekonomike a výšku úrokov na peňažných trhoch, za ktoré sa ostatné komerčné banky refinancujú. Ovplyvňovanie tvorby peňazí v systéme a manipulácia úrokov sú základné nástroje monetárnej politiky, ktorou sa snaží dosahovať stanovené ciele. Centrálna banka je zároveň hlavným regulátorom finančného sektora. Určuje, kto môže a kto nemôže poskytovať bankové služby a za akých podmienok. V bankovom systéme existuje implicitná dohoda medzi súkromnými komerčnými bankami, ktoré vedú účty obyvateľstvu a poskytujú úvery, a štátnou centrálnou bankou ako monopolným producentom rezerv.<sup>247</sup> Prevádzkovaním centrálnej banky získal štát nové zdroje príjmov v podobe inflačnej dane a ľahšieho umiestňovania štátneho dlhu. Na oplátku poskytuje ochranu komerčným bankám podnikajúcim na frakčných rezervách.<sup>248</sup>

Oficiálna verzia hovorí, že centrálna banka musí v kríze konať, aby zabránila kolapsu finančného systému, a tým aj úverovania. V prípade systematických problémov údajne nemá ani inú možnosť, len poskytnúť bankám likviditu v podobe rezerv. Otázka preto nezní, či vôbec, ale za akých podmienok zachraňovať banky novovytvorenými peniazmi.<sup>249</sup> Inak by sa pyramída premnožených elektronických peňazí stojaca na malých rezervách zrútila. Jedni analytici, ako už spomínaný Bagehot,<sup>250</sup> boli presvedčení, že centrálna banka ako veriteľ poslednej inštancie by sa nemala snažiť zachraňovať konkrétne inštitúcie, ale jej pozornosť a kroky by sa mali zamerať na záchranu celého trhu. Neskorší teoretici centrálneho bankovníctva, ako britský ekonóm a centrálny bankár Charles Goodhart, úlohu centrálnych bánk pochopili viac zoširoka. Podľa ich názoru zánik komerčnej banky a s tým súvisiaci zánik mnohých úverov naruší vzťahy medzi bankármi a klientmi s negatívnymi dopadmi na ekonomiku. Centrálna banka by sa teda nemala snažiť len

o udržaní systému pri živote, ale aj o záchranu konkrétnych finančných inštitúcií. Práve tento prístup si naplno osvojili centrálné banky v poslednej kríze.

Vznik centrálnej autority s vlastnou ľubovôľou a z verejných zdrojov vytvorenej záchrannej siete postupne viedol banky k rizikovejšiemu správaniu, než by si dovolili v trhovom prostredí. Hrozba katastrofických nákladov spojených s rozsiahlym behom na banku výrazne klesla. Rovnako ako cyklista, ktorý po nasadení ochrannej helmy podvedome zrýchli svoju jazdu dole kopcom, banky, ktoré zrazu cítili podporu zo strany centrálnej banky s neobmedzenými rezervami, na seba nabrali viac rizika. Centrálna banka tak tým, že znížila riziko bankrotu pre individuálne banky, zvýšila riziko kolapsu celého systému.



### 3-percentný vankúš na chyby – bankové kasíno

*Vankúš vlastného kapitálu izoluje kapitalistickú firmu od dočasných problémov s výpadkom príjmov či nečakaných strát. Sú to vlastné zdroje firmy vytvorené z počiatočných vkladov majiteľov či naakumulovaných nevyplatených minulých ziskov firmy. Po vyčerpaní tejto rezervy nie je z čoho platiť faktúry či splácať dlhy. Je koniec. Na rovnakom princípe funguje podnikanie bánk. Čím väčší vlastný kapitál finančná inštitúcia má, tým je robustnejšia voči výpadku príjmov alebo náhlemu poklesu hodnoty aktív, ktoré drží. Pred zavedením medzinárodnej regulácie na výšku vlastného kapitálu bánk v podobe prvého balíka Bazilejských pravidiel si banky primeranú výšku kapitálu väčšinou volili samé.<sup>251</sup> Ich rozhodnutie ovplyvňovalo viacero skutočností. Rizikovosť ich podnikania, druh aktív, ktoré držali, požiadavky veriteľov a vkladateľov na bezpečnosť a stabilitu banky, ale aj náklady na držanie takéhoto kapitálu. Vlastný kapitál amerických bánk v druhej polovici 19. storočia dosahoval približne tretinu veľkosti celkových aktív, u britských bánk to bolo vyše 15%.*

*Moderná regulácia bankového sektora s hyperaktívnou centrálnou bankou zmenila aj tento aspekt bankovníctva. Zavedenie štátnej schémy povinného poistenia vkladov v reakcii na Veľkú hospodársku krízu a jej následné plošné rozšírenie takmer eliminovalo motiváciu ľudí bežať na banku. So strachom však zmizol aj záujem vkladateľov o získavanie informácií o solventnosti banky, do ktorej ukladali svoje úspory. Prirodzený tlak klientov na vyšší vlastný kapitál bánk ochabol. Ak sú moje peniaze na 100% poistené v štátnej schéme, potom ma namiesto bezpečnosti banky garantovanej aj ochotou jej majiteľov riskovať svoje vlastné peniaze zaujíma len výška sľúbeného úroku. Ďalším dôležitým činiteľom za poklesom vlastného kapitálu bola čoraz väč-*



šia ochota centrálnej banky zachraňovať banku v problémoch. Takto uvoľnený vlastný kapitál bol využitý na masívnejšiu expanziu bánk a znásobenie ich stávok. Postupné znižovanie ručenia bankových akcionárov za straty ich inštitúcie a ovládnutie regulačných orgánov priateľmi z komerčných bánk tiež prispeli k tomu, že vlastný kapitál bánk počas 20. storočia postupne klesol v amerických a britských bankách na menej než 5% ich celkových aktív. Znamená to, že bankár na každej 100-eurovej investícii tesne pred krízou riskoval iba 5 svojich vlastných eur a 95 eur peňazí veriteľov. To je finančná páka 20. Pritom napríklad politikmi a verejnosťou zatracované „vysoko rizikové, špekulatívne“ hedžové fondy pracovali v rovnakom období pred krízou s pákou 2.<sup>252</sup> Priemerný špekulant so štátom neregulovaného hedžového fondu tak pri rovnakej investícii riskoval 10-krát viac vlastných peňazí ako štátom regulovaný a z verejných financií dotovaný bankár. Pozorný a informovaný čitateľ postrehol, že úroveň vlastného kapitálu vo výške 5% nedosahuje ani 8%, čo je minimum vyplývajúce z pravidiel BASEL 2 platných v tom čase. Dôvodom je rizikové váženie rôznych druhov aktív, oproti ktorým sa podľa týchto pravidiel musí držať vlastný kapitál. Napríklad problémové hypotekárne cenné papiere mali v rámci tohto regulačného rámca, bez ohľadu na ich skutočné riziko, váhu iba 0,5. Touto váhou sa násobí suma aktív pri výpočte minimálnej kapitálovej primeranosti. Čím nižšia váha, tým sa vlastný kapitál zdá byť vyšší v pomere k existujúcim aktívam. Štátne dlhopisy krajín OECD, považované regulátorom za bezrizikovú investíciu, mali váhu 1. Nákup privilegovaných štátnych dlhopisov tak z regulačného hľadiska komerčným a investičným bankám neviazal žiaden vlastný kapitál.<sup>253</sup> Vplyvom týchto úprav veľkosti aktív mali niektoré banky napriek formálnemu dodržiavaniu pravidiel 8-percentnej kapitálovej primeranosti skutočný vlastný kapitál len vo výške 3%. Absencia kapitálového vankúša počas finančnej krízy potom spôsobila, že straty bánk po vyčerpaní drobnej rezervy prešli na daňových poplatníkov. Logickým regulačným protiopatrením by bola požiadavka na navýšenie vlastného kapitálu bánk. Napriek tomu, že ani vysoké percento vlastného kapitálu nemôže zachrániť banku s frakčnými rezervami pred problémami s likviditou pri behu na ňu, vyšší kapitál znižuje náklady jej záchrany a zlepšuje potenciál získať preklenovací úver od súkromníkov. Tento väčší kapitálový vankúš môže poslúžiť ako potrebná rezerva pri príchode zlých časov alebo pri poklese ceny nevydarených investícií.

Mnoho ekonómov voči tejto zmene namieta spomalením ekonomického rastu, keďže viazanie kapitálu v súvahách bánk je spoje-

ne s vysokými nákladmi. Ak bude americká banka držať nie 5%, ale 35% celkových aktív vo vlastnom kapitáli, tento kapitál bude údajne chýbať v iných častiach ekonomiky. Ide o omyl vyplývajúci z nepochopenia fungovania bánk a z rozdielu medzi finančným a reálnym kapitálom. To, že banka musí držať väčšie množstvo vlastného finančného kapitálu, automaticky neznamena, že tento leží ladom v trezore a znižuje množstvo úverov v ekonomike. Takéto zmýšľanie je zamieňaním strany aktív a pasív. Oproti stavu, keď väčšiu časť pasív vlastní veritelia, sa zmení iba to, kto úvery financuje a či bude prípadné straty z nich nakoniec nieť skôr veriteľ alebo majiteľ. Nezmení sa to, aký objem úverov z týchto pasív možno poskytnúť. V ekonomike tiež nedôjde k poklesu celkového kapitálu. Vlastníci banky síce budú musieť stiahnuť kapitál z iných projektov, aby splnili požiadavky, ale tieto zdroje umožnia vyplatiť veriteľov banky, ktorí budú mať k dispozícii dodatočné zdroje na investovanie. Pravdou je, že takáto zmena pravidiel by mala dynamické efekty súvisiace s rastom nákladov vyššieho objemu viazaného kapitálu. Takáto forma financovania je drahšia ako vklady alebo iné záväzky. Internalizáciu väčšej časti reálnych celospoločenských nákladov bankového podnikania do účtu pre bankárov však nemožno považovať za negatívum, skôr naopak. S rastom nákladov bankového financovania by boli zrazu relatívne atraktívnejšie iné formy financovania, ako napríklad dlhopisové alebo financovanie cez vydávanie vlastných akcií. Ani relatívna zmena nákladovosti jednej formy sprostredkovania úspor však nemôže ovplyvniť celkové množstvo dostupného reálneho kapitálu, od ktorého v konečnom dôsledku závisí množstvo investícií a tempo hospodárskeho rastu. Zároveň sa dostávame k otázke, koľko finančných úverov je tak akurát, pričom viac nie je vždy lepšie. Práve naopak. Môžeme sa domnievať, že vďaka celospoločenskej dotácii bankovníctva cez záchrannársku činnosť centrálnej banky, rekapitalizáciu z verejných financií a možnosti vytvárania úverov z ničoho presahuje objem úverov v súčasnosti spoločenské optimum.

Tento nezdravý vývoj sa naplno prejavil vo finančnej kríze. Výkyv na trhu amerických nehnuteľností odkryl, ako hlboko sú banky vo vyspelých krajinách podkapitalizované a aké malé majú rezervy likvidity. Royal Bank of Scotland bola v roku 2008 so súvahou v hodnote 2 400 miliárd britských libier najväčšou bankou na svete.<sup>254</sup> Na potopenie tohto giganta stačil miniatúrny 0,3% pokles hodnoty jeho aktív. Strata 8 miliárd libier vyčerpala kapitálové rezervy banky. Táto banka nebola výnimkou, nezodpovedné podnikanie pri extrémne nízkom vlastnom kapitáli

je charakteristické pre mnohé obrovské bankové domy po celom svete. Potrebujú preto mocných priateľov a silnú záchrannú sieť financovanú z verejných zdrojov.

Bankové krízy ale v systéme frakčného bankovníctva nikdy nemožno celkom odstrániť a nepodarilo sa to ani centrálnym bankám. Bankové krízy sú rozsiahlejšie a nákladnejšie oproti stavu, keď v takej miere nezasahoval štát alebo jeho centrálna banka. To platí tak z hľadiska strát bánk alebo dopadov na hospodárstvo. Namiesto lokálnych požiarov, ktoré centrálna banka dnes usilovne hasí, raz za čas zhorí vďaka naakumulovanému bankovému odpadu celý sektor. Po druhej svetovej vojne frekvencia finančných kríz klesla, no od 70-tych rokov začala opätovne stúpať. Ak bankovú krízu zadefinujeme ako obdobie, pri ktorom dôjde k strate takmer celého vlastného kapitálu bankového systému, potom v ére moderných centrálnych bánk, medzi koncom 70-tych rokov a rokom 1995, nastalo 85 takýchto epizód v 69 krajinách. Z nich vyplývajúce náklady sa pohybujú rádovo v desiatkach percent HDP.<sup>255</sup>

Dnes na banky bežia rovno samotné banky, ktorých pohľadávky nie sú garantované štátom a neveria v stabilitu a finančné zdravie ostatných subjektov. Prípadne neveria v plnú štátnu garanciu záväzkov práve tohto subjektu. V súčasnom systéme, pri existencii možnosti štátnej záchrany, by bolo pre maximalizátora zisku neracionálne nepočítať s touto krajnou možnosťou vo svojich investičných plánoch. Problém morálneho hazardu, ktorý prináša existencia štátnej garancie, nie je novinkou. Už Bagehot písal, že „jedným z neodškriepiteľných efektov (zrušenia Peel's Act) je, že ľudia budú presvedčení, že vláda vždy zachráni banku, ktorá sa dostane do problémov. A presne takéto predpovede budú mať tendenciu sa naplňovať a spôsobovať to, čo očakávajú.“<sup>256</sup>

### Centrálna banka ako „stolček prestri sa“ pre štát

„NBS pokrýva náklady výlučne zo svojej činnosti, nie je financovaná zo štátneho rozpočtu ani z rozpočtov verejnej správy, a preto nečerpá zdroje, ktoré sa vytvárajú z daní daňových poplatníkov,“ dotknuto konštatuje na svoju obhajobu slovenská centrálna banka v materiáli,<sup>257</sup> ktorým reaguje na obvinenia z prezamestnanosti v tejto inštitúcii a z nízkej produktivity.<sup>258</sup> Čo je podstatou tejto činnosti, ktorá umožňuje centrálnej banke míňať bez toho, aby štát predtým musel občanom zobrať majetok zdanením? Ide o bájný ekonomický obed zadarmo? Ak slovenského daňového poplatníka prezamestnanosť v centrálnej banke nebolí, potom môžeme zamestnaním všetkých slovenských nezamestnaných v tejto špeciálnej inštitúcii vyriešiť najväčší problém modernej slovenskej ekonomiky.

Pomoc bankám zo strany štátu a ich ochrana pred následkami podnikania s frakčnými rezervami nie je zadarmo. Panovníci a štáty sa od nepamäti snažili byť tak blízko produkcie peňazí, ako to bolo len možné. Tak ako vojak slúžiaci



v kuchyni býva málokedy hladný, ten kto kontroluje produkciu peňazí, má málokedy problém zohnať úver. Štát získal vytvorením centrálnej banky možnosť odčerpávať zdroje súkromnému sektoru aj bez viditeľných, a preto nepopulárnych daní a odvodov. Vďaka centrálnym bankám a zložitosti finančného systému vie štát ľuďom zobrať bez povšimnutia. Centrálna banka je v rukách štátu rozprávkový stolček, prestri sa. Na to, aby si niečo centrálna banka kúpila, nemusí nič predať či vyprodukovať. Peniaze na zaplatenie si vytvorí. Na strane pasív jej narastie množstvo hotovosti alebo rezerv na účtoch komerčných bánk a na strane aktív pribudne mercedes, ktorý za novovytvorené peniaze kúpila pre guvernéra banky. Centrálna banka tak má v ekonomike spolu s komerčnými bankami špecifické postavenie. Vďaka možnosti vytvárať peniaze môže zväčšovať veľkosť súvahy bez toho, aby si musela požičať alebo vytvorila nejakú hodnotu, ktorá sa prejaví ziskom.

To, že si politici pri financovaní svojich potrieb a nápadov pomáhajú znehodnocovaním peňazí, ktoré majú za úlohu manažovať, nie je novinka. Už starý otec modernej ekonómie Adam Smith si všimol, že vlády, či už moderné, alebo tie dávne, si neustále pomáhali „kaukliarskymi trikmi“. Tie spočívali v snahe znehodnocovať peniaze, aby znížili hodnotu dlhov, ktoré vznikli deficitným hospodárením.<sup>259</sup> Tento kaukliarsky cyklus: deficit – dlh – znehodnotenie peňazí je minimálne taký starý ako politická moc samotná. Ani dnes by sme nemali zabúdať na to, že napriek svojej deklarovanej nezávislosti sú moderné centrálné banky stále súčasťou štátu a ľudí do ich vedenia dosadzujú politici. Je pravda, že proti najvýraznejším a najviditeľnejším formám tzv. monetárneho financovania verejných výdavkov sa vo vyspelých krajinách zaviedli rôzne obmedzenia. Centrálné banky najvyspelejších krajín za novovytvorené peniaze už nejakú dobu nemôžu štátne dlhopisy nakupovať priamo od štátu (s výnimkou kanadskej centrálnej banky, ktorá štátne dlhopisy nakupuje priamo pri emisii), ale až na sekundárnom trhu. Poskytnutie novovytvorenej hotovosti alebo rezervných peňazí, ktoré sa dajú v systéme s frakčnými rezervami mnohonásobne úverovaním namnožiť, rovno do rúk štátu malo okamžitý, neprehliadnuteľný efekt na zrýchlenie rastu cien v ekonomike. Tento spôsob financovania štátu sa využíval v moderných predkrízových dejinách pomenej. Vzhľadom na prudký rast príjmov z daní v modernej dobe sa musel štát s výnimkou vojnových časov spoliehať na inflačné financovanie v omnoho menšej miere ako v časoch daňového zaťaženia dosahujúceho len pár percent z ekonomiky. Nižšia miera spoliehania sa na centrálnu banku pri financovaní štátu je vedľajším prejavom rastu bohatstva spoločnosti a vyššej miery štátnej kontroly takmer všetkých transakcií v ekonomike. Keď štát zoberie takmer polovicu produktu na daniach, infláciou mu už stačí brať o niečo menej ako kedysi.

Napriek tomu by sme na fiškálny motív existencie centrálnej banky najmä dnes, v časoch obrovských štátnych dlhov a rýchlo sa zhoršujúceho hospodárenia štátov, nemali zabúdať. Centrálné banky ešte stále ochotne pomáhajú štátom s financovaním, akurát o niečo sofistikovanejším a menej transparentným spôso-

boni. Ich úloha v krytí verejných výdavkov môže v nadchádzajúcich rokoch získať opäť na dôležitosti, pozrime sa preto bližšie na to, akú podobu má odľahčovanie mincí panovníkom dnes.

## Hranica medzi monetárnou a fiškálnou politikou neexistuje

*„Pokračovaním v procese inflácie môžu štáty potajme a bez povšimnutia skonfiškovať podstatnú časť bohatstva svojich obyvateľov... Neexistuje zákernejší a istejší spôsob, ako rozvrátiť existujúce základy spoločnosti, než znehodnotiť jej menu. Tento proces zapája do deštrukcie všetky skryté sily ekonomických zákonov a prebieha tak, že ho správne nediagnostikuje ani jeden z milióna ľudí,“* píše John Maynard Keynes v knihe *Ekonomické následky mieru* (1920).<sup>260</sup>

Tu je sedem spôsobov, ktorými moderné centrálné banky pomáhajú financovať fungovanie štátu dnes.

Prvým je znižovanie úrokov v prostredí, kde štát vydáva svoje dlhopisy. Vytvorením nových rezervných peňazí, ktoré následne komerčné banky úverovaním namnožia, nafúkne centrálna banka peňažnú zásobu. Tento rast množstva finančného kapitálu v ekonomike dočasne znižuje úroky a okrem ďalších efektov zvyšuje dopyt aj po štátnych dlhopisoch, čím uľahčuje ich predaj. Ceny štátnych dlhopisov rastú po monetárnej stimulácii spolu s ostatnými finančnými aktívami, čo znižuje ich výnos, a tým aj úrok na novovydaných dlhových papieroch. Štátu refinancovaním dlhu v takomto prostredí klesajú úrokové náklady, čo mu umožňuje výrazne vyššie zadlženie, než by bolo možné v prípade, že by nemohol ovplyvňovať produkciu peňazí.

Paralelným efektom vyššie spomínanej peňažnej inflácie je postupné znehodnotenie kúpnej sily štátnych monopolných peňazí s núteným obehom. To je druhým spôsobom presunu hodnôt zo súkromného na verejný sektor za pomoci monetárnej politiky. Ak klesá hodnota jednej peňažnej jednotky, znamená to, že sa zároveň znižuje reálna hodnota existujúcich záväzkov štátu vydaných v tejto mene. Len dvojpercentná cenová inflácia ročne za 35 rokov zotne fárchu existujúceho dlhu na polovicu. Veľkosť štátneho dlhu sa tak scvrkáva v pomere k veľkosti ekonomiky. Štátu sa zľahčuje jeho splácanie, a zároveň sa vytvára potenciál na ďalšie zadlženie.

Rastúce ceny tiež pomáhajú zvyšovať daňové príjmy, a to neraz rýchlejšie, ako je tempo cenovej inflácie, čo predstavuje tretí spôsob podpory financovania štátnych výdavkov centrálnou bankou. Kapitálové dane a dane z príjmu nerozlišujú medzi reálnym kapitálovým zhodnotením a rastom ceny vyvolaným infláciou peňazí. Ak cena bytu, ktorý predávate po desiatich rokoch, narástla o 50%, väčšinou to nie je preto, že by narástla jeho hodnota vďaka tomu, že ste ho vybývali, ale cenovou infláciou vyvolanou centrálnou bankou. Daň, ktorú z rozdielu medzi predajnou a kúpnou cenou zaplatíte, sa ale nepýta, čo robila v danom období centrálna

banka a čo nárast ceny spôsobilo. Cenová inflácia zároveň tlačí príjmy fyzických osôb do vyšších daňových pásiem v krajinách, kde majú progresívne dane z príjmu. Štátna centrálna banka tak má v rukách moc dvíhať efektívne daňové sadzby.

Štvrtým druhom pomoci centrálnej banky štátnej pokladnici sú jej príjmy z úrokov na dlhopisoch, ktoré pri tvorbe nových peňazí v rámci monetárnej politiky nakúpila a potom drží ako veriteľ na súvahe. Tieto príjmy sa vo forme zisku centrálnej banky prevádzajú do štátnej pokladnice. Napríklad v USA to za rok 2012 bolo 90 miliárd dolárov.<sup>261</sup>

A viete, kam chodí zomrieť časť štátnych dlhopisov? Na súvahu centrálnej banky. Dlhodobé držanie štátnych dlhopisov je piatym spôsobom pomoci centrálnych bankárov kolegom z ministerstva financií. Napriek tomu, že pri výkone monetárnej politiky centrálna banka štátne dlhopisy na sekundárnom trhu nielen nakupuje, ale i predáva, existuje tu pre štát výhodná nerovnováha. Aby centrálna banka dosiahla svoj cieľ cenovej stability, ktorý si vykladá ako rast cenovej hladiny tempom z percentá ročne, musí tlačiť nové a nové peniaze, čím jej súvaha neustále rastie. Iba rastúca peňažná zásoba môže prebiť prirodzený pokles cien v ekonomike, ktorý prináša technologický pokrok a rastúca produktivita. Znamená to, že počas celej svojej histórie centrálna banka úhrnom výrazne viac dlhopisov nakúpi ako predajú. Sú ich čistým nákupcom. Miestom, kde navždy zmizne časť štátneho dlhu bez toho, že by ho bolo nutné splatiť. Štát sám sebe (centrálnej banke) za novovytvorené peniaze cez sekundárny trh predá dlhopis.<sup>262</sup> Napríklad množstvo amerických dlhopisov držaných Fedom narástlo za štyri roky pred vypuknutím krízy v roku 2007 o 160 miliárd na takmer 800 miliárd dolárov. To je tempo približne 40 miliárd za rok. Vďaka protikrizovej liečbe a nasadeným neštandardným opatreniam v monetárnej politike táto suma poskočila až na 2 000 miliárd dolárov v roku 2013. Ak by sme chceli odhadnúť čistú súčasnú hodnotu tejto čiernej diery na štátne dlhopisy a zistiť, aká vysoká je kapacita centrálnej banky ničiť štátny dlh, mohli by sme usporiadať súkromný tender na predaj nekonečného práva robiť dvojpercentnú cenovú infláciu. Suma, ktorú by ponúkol súkromný investor za toto privilégium, by bol odhad hodnoty, ktorú štát cez dvojpercentnú infláciu berie spoločnosti na svoje financovanie. V prípade ECB niektorí analytici túto hodnotu odhadujú na vyše 2 000 miliárd eur. Nech už si o presnosti týchto odhadov myslíme čokoľvek, faktom je, že privilégium robiť 2-percentnú cenovú infláciu je výnosný biznis.

Netreba zabúdať ani na to, že centrálna banka je hlavným regulátorom bankového sektora. Určuje preto pravidlá hry, čo banky môžu, nemôžu alebo musia. Tu existuje priestor na to, ako nastaviť pravidlá tak, aby šli štátne dlhopisy na dračku. Môže sa to diať napríklad výhodnejším rizikovým vážením domácich štátnych dlhopisov, ktoré bankám šetrí vlastný kapitál, alebo priamo stanovením podielu aktív, ktoré musia banky držať práve v štátnych dlhopisoch. Argumentom je vždy bezpečnosť systému. Ide o šiesty spôsob, ako znížiť náklady financovania štátneho dlhu vytváraním umelého dopytu.



Posledným, siedmym spôsobom, ako uľahčuje centrálna banka život politikom, sú priame úvery štátu. To, že úverovanie štátu bolo hlavnou príčinou vzniku centrálnej banky, už vieme. Mnohých ale prekvapí, že možnosť tejto priamej, ničím nemaskovanej podpory vlády prežila v modernom centrálnom bankovníctve dodnes. Ministerstvo financií Veľkej Británie si aj dnes môže legálne požičať chýbajúce peniaze priamo od centrálnej banky. Ešte v roku 2000 tieto krátkodobé pôžičky štátu dosahovali objem takmer 80 percent všetkej hotovosti v obehu.<sup>263</sup>

Uvedené spôsoby financovania verejných výdavkov bez nutnosti klasického zdanenia, cez rast peňažnej zásoby a s ním súvisiacich efektov ukazujú, že existencia jasnej hranice medzi monetárnou a fiškálnou politikou je mýtom. V reálnom svete je každá monetárna politika zároveň sčasti aj fiškálnou politikou. Štátom prevádzkovaný monopolný producent peňazí nie je nestrannou inštitúciou mimo ekonomiku, ale konsolidovanou časťou štátu. Nielen daňami, ale aj prostredníctvom tejto inštitúcie štát odčerpáva zdroje zo súkromnej sféry na financovanie svojich výdavkov.<sup>264</sup>

### Negatívne dopady centrálne riadeného nafukovania množstva peňazí

Väčšina ekonómov je dnes presvedčená, že ak inflácia neprekročí nejakú rozumnú mieru, potom nemá na ekonomiku negatívne efekty, skôr naopak. Pripúšťajú akurát náklady zodraných topánok, keď snaha chrániť sa proti znehodnoteniu peňazí vedie k neoptimálnemu množstvu držanej hotovosti, častejším návštevám bankomatov a defenzívnym nákupom iných statkov len za účelom ich následného predaja. Ide o omyl, ktorý im neumožňuje vidieť mechanizmy, ktorými nadprodukcia peňazí podporuje vznik bublín či výkyvov v ekonomickej aktivite. Reálne efekty s trvalými dopadmi na štruktúru ekonomiky, produktivitu a prerozdelenie bohatstva má každý rast či pokles peňažnej zásoby.

### V nasledujúcej paťročnici odstránime úrok

Kľúčovým nástrojom monetárnej politiky je stanovenie základnej úrokovej sadzby. Európska centrálna banka za tento úrok poskytuje komerčným bankám krátkodobé úvery. V USA zas Fed vytváraním nových alebo ničením existujúcich rezervných peňazí túto sadzbu cieľuje na medzibankovom trhu krátkych peňazí. V oboch prípadoch dochádza k manipulácii úroku pod jeho prirodzenú mieru, ktorá by na trhu panovala bez intervencií štátnej banky.

Ľudia nemali nikdy úroky príliš v láske. Väčšina bola skôr v úlohe dlžníka než veriteľa a úroky skôr platili, než získavali. Snaha politikov a ekonómov znižovať

úroky preto existovala od nepamäti. Nízke úroky môžu signalizovať bohatú, stabilnú a vyspelú spoločnosť s množstvom reálneho kapitálu. Zároveň umožňujú štátu viac míňať cez lacnejšiu dlhovú službu. Aj John Maynard Keynes sa tešil na svetlé zajtrajšky, keď sa konečne výrazným znížením úrokov podarí usmrtiť<sup>265</sup> rentiera, ktorý žije iba z úrokov alebo príjmov z prenájmu pôdy. Malo sa to podariť za jednu, maximálne dve generácie. Vo svojom najznámejšom diele, ktoré sa neskôr stalo bibliou modernej ekonómie, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, píše: „Úrok dnes nie je odmenou za ozajstnú obetu, tak ako renta za prenájom pôdy. Vlastník kapitálu môže získať úrok preto, že kapitál je vzácny, tak ako vlastník pôdy môže získať rentu preto, že pôda je vzácna. No zatiaľ čo pre vzácnosť pôdy môžu existovať skutočné dôvody, pre vzácnosť kapitálu žiadne skutočné dôvody neexistujú.“ Keynes pokračuje: „Preto sa môžeme snažiť v praxi (pričom nejde o niečo, čo by nebolo možné) o zvyšovanie objemu kapitálu až dovtedy, kým prestane byť vzácnym, aby investor bez akejkoľvek funkcie prestal získať bonus vo forme úroku.“<sup>266</sup>

Keynesiánsky cieľ eutanázie kapitalistu prebrali ako svoju misiu centrálna banka. Stimuláciou tvorby peňazí v bankovom sektore sa snažia v časoch expanzívnej monetárnej politiky zmierniť nežiadúcu vzácnosť kapitálu. Problémom ale je, že traktor sa nedá vytlačiť na tlačiarňu alebo vymyslieť zápisom na účet v bankovej databáze. Centrálna banka tak môže maximálne dočasne vyvolať zdanie dostatku finančného kapitálu, čo na nejaký čas zníži úrok, no s reálnym kapitálom nepohne. Centrálny plánovaný úrok nemôže fungovať z podobných dôvodov, prečo nefungovalo centrálny plánovanie v socializme. Ekonomia je výsledkom riešenia zložitých koordinačného a alokačného problému. Nielen v priestore, ale aj v čase. Manipulovaný úrok narúša pevný vzťah medzi investíciami a úsporami. Investori investujú viac, než majú, sporitelia sporia menej, než je potrebné. Manipulácia úroku centrálnou autoritou je snahou stanoviť neprirodzený pomer ceny dnešných statkov k budúcim. Záplava nových peňazí vyvoláva postupnú vlnu rastu cien, ktorá deformuje relatívne ceny, a tým znižuje ich informačnú hodnotu. Nemožno sa potom čudovať, že počas monetárnej stimulácie dochádza k veľkému množstvu omylov, mylných investícií či spotreby, ktoré budú nakoniec trpké olutované. Pre absenciu trhových cien predával slepý a nič netušiaci komunistický pohlavár vo funkcii sociálneho inžiniera nekvalitné traktory Japoncom, aby ich títo obratom roztavili a využili ako lacný zdroj ocele. Množstvo premrhaného kapitálu a práce len na to, aby to, čo bolo v konečnom využití oceľovým šrotom, vyzeralo ako ozajstný traktor. Podobne pred krízou budoval írsky developer projekt, pomylený ľahkou dostupnosťou úverov dotovaných centrálnou bankou, ktorý bol následne zbúraný a dnes tam opäť rastú zemiaky.

## Ceny sú ekonomické feromóny a podnikatelia včely

Skúste sa zamyslieť, koľko rôznych ľudí v rôznych krajinách musí zosynchronizovať svoju prácu, teda spolu-pracovať, aby vznikol smartfón.<sup>267</sup> Ako je možná táto symfónia aktivity od doľovania nerastných surovín, z ktorých sú stroje vyrábajúce výlisky tela telefónu, cez naprogramovanie softvéru, až po konečný produkt v rukách spotrebiteľa? Bez toho, že by sa tisíce ľudí podieľajúcich sa na celom tomto procese poznali, ničo ešte priatelili. Bez toho, že by celý tento proces niekto od počiatku až do konca naplánoval a následne ho riadil. Tento neuveriteľne zložitý, no napriek tomu harmonický proces v ekonomike zabezpečujú trhové ceny.<sup>268</sup> Tak ako feromóny dávajú vo úli každej včele presne vedieť, čo má robiť bez toho, že by ich matka musela fyzicky uháňať, trhové ceny ľuďom v ekonomike odhaľujú relatívnu vzácnosť jednotlivých statkov a upriamujú pozornosť podnikateľov na najakútnejšie problémy, ktoré sa oplatí riešiť. Cena, čiže výmenný trhový pomer medzi dvoma statkami, je vyjadrením jeho vzácnosti pre spoločnosť. Čínsky podnikateľ nepotrebuje vedieť nič o tom, čo je to iPhone, kto ho vymyslel, ako funguje a pre koho je určený. Stačí mu vedieť, že niekto je ochotný zaplatiť za výlisok daného tvaru konkrétnu sumu dolárov. Ak zároveň vie, že cena práce, surovín, technológií, ktoré vlastnou iniciatívou zorganizuje do jeho výroby, a úrok na investovaný kapitál sú nižšie ako táto suma, môže sa pustiť do výroby a dúfať v dosiahnutie zisku. Ľudia ako včeličky motivovaní vidinou zisku sa snažia odstraňovať vzácnosť statkov tak, ako v danom prostredí najlepšie vedia a môžu. V snahe dosiahnuť zisk zlepšujú svet. Výsledkom nie je med, ale hodnoty produkujúca ekonomika a bohatšia spoločnosť.

Relatívne ceny jednotlivých statkov v ekonomike sa neustále menia. Ak sa jeden prírodný zdroj pri nemennom dopyte mína, jeho cena oproti ostatným statkom rastie. Iného sa vzhľadom na technologický pokrok, ktorý zruší časť dopytu po ňom, spotrebováva čoraz menej, jeho cena preto klesá. Slováci bohatnú, ich mzdové náklady preto rastú. Nemení sa iba počet ľudí, ale aj ich chute, preferencie, znalosti, celá spoločnosť. Na vyprodukovanie litra benzínu treba neustále iné mzdové náklady, meniaci sa dopyt a ponuka hýbu cenou ropy. Smartfón stojí každý rok iný počet bochníkov chleba. Meniace sa relatívne ceny vedú ku kontinuálnej potrebe úpravy produkčných plánov podnikateľov tak, aby namiesto zisku neskončili so stratou. Ide o večne prebiehajúci proces viac či menej úspešnej adaptácie. Možno si ho predstaviť ako inteligentnú strelu, ktorá naháňa pohybujúci sa cieľ. Tento dynamický proces sa v niektorých ekonomických modeloch stráca, vytlačila ho zjednodušujúca rovnováha. Stav, v ktorom sa náklady produkcie rovnajú výnosom z jej predaja. Kde nie je podnikateľský zisk ani strata a kde všetko funguje efektívne. No je dobré vedieť, že rovnováhu v tom skutočnom ekonomickom svete nikdy nestretnete. Vedľajším efektom nadmerného používania rovnovážnych modelov je podceňovanie podnikateľov, ktorí skutočný, nerovnovážny svet sizyfovsky



smerom k rovnováhe tlačia. Vynechať zo skúmania ekonomiky podnikateľa a jeho činnosť sťažuje jej pochopenie. Je to, ako keby sme namiesto filmu sledovali iba fotky meniace sa každých 10 minút. Budeme síce vedieť, kto je kto, no budú nám chýbať súvislosti.

Podnikateľská strela je navádzaná na cieľ zvyšovania bohatstva ziskom a stratou. Strata podnikateľa indikuje, že strela sa vychýľuje z trajektórie. Namiesto toho, aby jeho produkčný proces hodnotu vytváral, spoločnosť o ňu pripravuje. Na výrobu statkov minie vstupy, ktoré sú trhom ocenené vyššie ako výsledný produkt. Takýto proces treba čo najskôr zastaviť, prípadne korigovať tak, aby nedochádzalo k ďalšiemu plytvaniu. Stratám sa vzhľadom na rýchle a početné zmeny v ekonomike celkom vyhnúť nedá. Do budúcnosti nevidí nik. Príchod hypermarketu o ulicu ďalej spraví z investície do rekonštrukcie predajne potravín vyhodené peniaze, rozšírenie automobilu zavrelo stajne mnohým chovateľom koní. Dokonalosť ale od trhu čaká iba neurotik alebo náboženský fundamentalista. S trochou úprimnosti a schopnosťou sebareflexie si každý uvedomuje, že dokonalosť nemôže čakať ani sám od seba, preto neexistuje dôvod čakať ju od ostatných, ktorí spolu tvoria trh. Tak ako odchylenie strely zapne korekčné mechanizmy, straty v ekonomike vypnú časť podnikateľov a ich produkčné procesy, a dajú kontrolu do rúk iným. Dôležité je, že vďaka vlastníckym právam a z nich vyplývajúcej hmotnej zodpovednosti sa zdroje postupne presúvajú od tých, ktorým sa v triafaní cieľa príliš nedarí, smerom k tým, ktorí rýchlejšie a lepšie nastavujú produkčný proces tak, aby uspokojil čo najväčší počet ľudí. Táto ekonomická spravodlivosť je slepá, oportunistická a hlavne bez akejkoľvek pamäti. Rozdelenie podnikateľov do skupiny úspešných a neúspešných nikdy nie je definitívne. V dynamickej ekonomike môže byť včerajší génus dnešný idiot a naopak.

### Ceny nemôžu vzniknúť bez vlastníckych práv

Ešte predtým, než popíšem, prečo sa v knihe o kríze venujem funkcii cien v podnikateľskom procese, využijem túto odbočku na objasnenie toho, prečo ekonómia nemôže byť nikdy oddelená od práva. Napriek tomu, že moderná ekonómia vypustila zo svojho názvu pôvodný prívlastok politická, stále zo svojej podstaty stavia na síce nevyslovených, no nutne prítomných východiskách konkrétnej interpretácie spravodlivosti a práva. Ceny bez vlastníckych práv nemôžu existovať. A kde nie sú ceny, tam nemôže byť ani ekonomická kalkulácia a efektívny produkčný proces. Aby vôbec mohlo dôjsť k vzniku ceny s informačnou hodnotou, je potrebné uskutočniť obchod, čiže dobrovoľnú výmenu statkov medzi dvoma vlastníkmi. Čiže niekým, kto tieto statky plne kontroluje. Ak cena nevzniká dobrovoľným obchodom, nejde o signál, ale o vymyslené číslo s pochybnou hodnotou. Nikto by za užitočný cenový signál nepovažoval cenu za štvorcový meter pozemku pod novou

diaľnicou, za ktorú štát vyvlastnil nešťastníkov, ktorí odmietali predať. Rovnako nezmyselné je hovoriť o oficiálnych cenách pri umelých pomeroch vytvorených centrálnym plánovačom v riadených ekonomikách. Tie sa líšia od skutočných cien, ktoré by vznikli pri dobrovoľnej výmene. Hoci bol kurz nemeckej marky za komunizmu oficiálne nízky, bežnému človeku, ktorý si ich za ten kurz nemohol kúpiť, to príliš nepomohlo.

Kde chýbajú vlastnícke práva a nie je splnená dobrovoľnosť v transakciách, tam skutočné ceny vôbec nemôžu vzniknúť. Chýba základný ekonomický signalizačný systém a hospodárstvo tápe. Nikto nevie, čo, ako a pre koho vyrábať. Každému podľa jeho potrieb, bolo jedno z hesiel komunizmu. Ako však intenzitu tejto potreby bez trhových cien zmerať? V čom ju vyjadríme? Ak má hovädzí steak najvyššie na preferenčnej škále aj Jožo aj Jano, nedá sa rozhodnúť, kto by ho mal dostať, kto ho intenzívnejšie potrebuje a môže na jeho získanie viac obetovať. Centrálny plánovač stojí pred principiálne neriešiteľným problémom: ako rozhodnúť o rivalitnej (minimálne dvaja záujemcovia) spotrebe jedného statku. Za komunizmu sa preto problém nedostatku v prostredí absencie informácií o intenzite potrieb jednotlivých ľudí riešil protekciou, rodinkárčením alebo neformálnym obchodovaním protislužieb. Až otvorenie možnosti slobodnej výmeny, ktorá obom pánom poskytne príležitosť objektívne demonštrovať intenzitu preferencie tým, čoho sú ochotní sa vzdať, dá odpoveď na komplikovanú otázku, kto má „právo“ na spotrebu vzácneho statku. Hodnota statkov vyjadrená napríklad v eurách, ktorých sa Jano je ochotný vzdať pre získanie šťavnatej hovädziny, ukáže, či práve jeho potreba je urgentnejšia a či v snahe maximalizovať úžitok v spoločnosti má dostať jej uspokojenie prednosť. Zaplatená cena zároveň signalizuje ostatným v ekonomike relatívnu dôležitosť tohto statku. Na jej základe môže dôjsť k úprave produkcie a spotreby hovädzieho vzhľadom na vzácnosť tohto statku v ekonomike.

Napriek uvedenému existujú v spoločnosti hospodárske jednotky, kde sa aj ekonomické problémy riešia bez trhových cien. V ekonomikách malých, väčšinou prísne hierarchických a úzko prepojených skupín s extrémne synchronizovanými cieľmi, ako sú napríklad menšie firmy, kluby alebo rodiny, nie sú trhové ceny kľúčové. Je dôležitejšie povysávať, postaviť vianočný stromček či umyť okná? Odpoveď na túto otázku nedajú ceny, ale mama. O konkrétnom použití zdrojov v týchto hierarchických skupinách nakoniec nerozhoduje demonštrovaná preferencia spotrebiteľa, ale najvyššia autorita. Ekonomické problémy v rodine sa týkajú ľudí s takmer dokonalou informovanosťou o jednotlivých členoch, ich preferenciách, motiváciách a úsilí venovanom rodinným záležitostiam. Rozhodnutia sa nakoniec prijímajú autoritatívne alebo hlasovaním. Intenzita potreby sa tu dá signalizovať aj inými, efektívnejšími spôsobmi ako cenou za vyvenčenie psa alebo prečítanie rozprávky na dobrú noc. Rodina a neformálna distribúcia zdrojov v nej preto nie sú ideálnym vzorom na fungovanie ekonomiky, v ktorej pôsobí množstvo navzájom sa nepoznajúcich ľudí s často protichodnými záujmami. Chýba tu ob-

rovský presah hodnôt, cieľov a existencie vzájomnej lásky, charakteristickej pre pokrvné vzťahy. Problémy s interným socializmom začínajú mať už aj väčšie firmy, v ktorých počet zamestnancov prekročí veľkosť intuitívne zvládnuteľnej tlupy.<sup>269</sup> Centrálné plánujúce predstavenstvo začne robiť chyby alokácie kapitálu a nastavenia procesov, lebo je neschopné získať a spracovať množstvo informácií o motiváciách a úsilí množstva zamestnancov. Existujúce informácie bývajú navyše zašumené neformálnym politikárčením. Stále je tu však prítomné korigujúce externé trhové prostredie, ktoré najväčšie prešľapy v efektivite skôr či neskôr potrestá stratou, prípadne zánikom firmy. Úplnou katastrofou sa to končí pri pokusoch o centrálné plánovanie celých ekonomík, ako je to v socialistických krajinách. Napriek tomu, že ne jeden komunistický diktátor údajne miloval svoj ľud minimálne tak, ako vlastnú rodinu a cítil sa ako otec národa, chýbali mu informácie bežne dostupné v malých skupinách. Jeho centrálni plánovači nemohli bez cien vedieť, čo, ako, koľko a pre koho produkovať. Preto bolo napríklad veľa kyseliny sírovej či ocele a málo záchodového papiera či texasiek. Situáciu zachraňoval čierny trh a slobodné zahraničie, kde cenové signály vniesli aspoň trochu svetla do socialistickej plánovacej tmy.

### **Inflačný a deflačný šok v relatívnych cenách – peniaze nie sú neutrálne**

Inflácia zlých peňazí v bankovom sektore iniciovaná centrálnou bankou je zapálením kadidla v ekonomickom včelom úle. Omamné látky monetárnej politiky narušia zložitý signalizačný systém relatívnych cien v komplexnej ekonomike. Nové peniaze vznikajúce úverovaním bánk nezvýšia cenovú hladinu okamžite a rovnomerne, ale naštartujú postupnú vlnu rastu jednotlivých cien. Tá sa rozlieva celou ekonomikou a mení staré relatívne ceny bez toho, že by sa niečo zmenilo v reálnom svete. Teda okrem množstva peňazí. Podobne deštruktívny, akurát presne opačný dosah má proces zániku peňazí po bankových krízach. Tu systémom prebieha vlna poklesu cien, ktorá nie je spôsobená ani rastom produktivity, ani nižším dopytom, ale poklesom počtu peňažných jednotiek. Negatívne efekty manipulácie relatívnych cien v ekonomike procesom inflácie väčšina ekonómov buď ignoruje, alebo o nich ani nemá tušenia. Nedajú sa ľahko merať a v bežne sledovaných indexoch cenovej inflácie ich nevidno. Populárne ukazovatele cenovej inflácie, napríklad v podobe indexu cien spotrebiteľských statkov, majú preto veľmi obmedzenú informačnú hodnotu. Nič ako cenová hladina neexistuje. Sú len ceny jednotlivých produktov, služieb, aktív či výrobných faktorov. Priemer cien niektorých vybraných statkov v ekonomike, ktorý nehovorí nič o individuálnych zmenách nominálnych cien statkov v ekonomike, zakrýva dynamiku a variabilitu dosahov inflácie.



Zmeny v reálnej ekonomike, ktoré narobia novovznikajúce peniaze, môžeme ilustrovať nasledujúcim príkladom. Zoberme si peňažnú zásobu v európskej me-novej únii. Skúste si predstaviť tri nasledujúce scenáre a ich dosah na ekonomiku. V prvom sa s celkovou peňažnou zásobou za skúmaný rok nestane vôbec nič. Celkový počet peňažných jednotiek ani nenarastie, ani neklesne. V druhom, ktorý zodpovedá realite v eurozóne z roku 2003, narastie vďaka monetárnej politike pe-ňažná zásoba za 12 mesiacov o 10%, čiže o takmer 240 miliárd eur.<sup>270</sup> Centrálna banka pustí do obehu nové rezervné peniaze a komerčné banky ich poskytnutím úverov namnožia na mnohonásobne väčšie vklady na bežných účtoch. V treťom scenári by som sa o rovnaký nárast peňažnej zásoby ako v predchádzajúcom prípa-de postaral sám falšovaním. Doma na tlačiarňi z Číny si vytlačím 240 miliárd eur. Alebo moji zamestnanci hacknú veľké bankové domy a nabijú mi o tento objem moje početné účty. Peniaze miniem do ekonomiky. Bola by to zábava, keďže v roku 2005 bolo 240 miliárd eur 60 percent celkového objemu hotovosti v obehu.

Aké budú efekty týchto scenárov na ceny a produkčnú štruktúru ekonomiky za predpokladu, že sa počas tohto roku nezmení priemerný počet transakcií s jed-nou peňažnou jednotkou? V prvom prípade nebude mať množstvo peňazí vplyv na zmeny cien v ekonomike. Ak sa znížia ceny niektorých spotrebných statkov, na-rastie cena ropy, klesnú ceny akcií alebo zdražejú domy v Španielsku, ide iba o pre-jav zmien v dopyte a ponuke týchto statkov. Na trhoch, ktoré odrážajú neustále sa meniace preferencie spotrebiteľov, produktivitu, vzácnosť jednotlivých zdrojov či výrobných faktorov a plány kapitalistov či podnikateľov. Ak však komerčné ban-ky úverovaním vyprodukujú spolu 240 miliárd nových eur, v ekonomike sa začne veľké preskupenie. Predstava, že k tomu nedôjde, lebo všetky ceny poskočia vďaka racionálnym očakávaniam účastníkov trhu naraz tak, aby zohľadnili väčšie množ-stvo peňazí v obehu, je nerealistická. Nikto presne nemôže vedieť, kedy a o koľko peňažná zásoba nakoniec narastie. Nejde o kontrolovaný a centrálnie plánovaný a riadený proces, ale chaotické a nepredvídateľné vyvieranie prameňov nových eur v rôznych komerčných bankách. Kde nové eurá vzniknú, závisí od toho, kde kon-krétné sa rezervné peniaze centrálnej banky dostanú do bankového systému, kde existuje dopyt po nových úveroch, ktoré banky majú na súvahe pre ne miesto, akú majú úverovú politiku atď. Navyše v tom istom čase, ako niekde peniaze vznikajú, môžu na inom mieste splácaním starých úverov a neposkytovaním nových zanikať. Veľkosť multiplikácie rezerv v bankovom systéme sa neustále nepredpovedateľne mení. Aj keby tomuto procesu hneď všetci aktéri v ekonomike rozumeli a sledovali kroky centrálnej banky ostro na každodennej báze, nikto nevie presne predpove-dať, o koľko eur nafúkne celkovú peňažnú zásobu dnes centrálnou bankou novo-vytvorené euro. Pri inflácii eur v eurozóne väčšina ľudí nemohla tušiť, koľko peňazí z aktivít ECB v celom eurosystéme nakoniec vznikne. A už vôbec nie to, že množ-stvo z celkového objemu nových eur v eurozóne skončí v španielskej bubline v ne-hnutelnostiach. Napriek tomu, že nemecká ekonomika bola v roku 2006 viac než

dvakrát väčšia ako španielska, nemecké banky vyprodukovali v tomto roku úverovaním iba polovicu objemu úverov vytvorených bankami v Španielsku.<sup>271</sup> Ceny preto neposkočia naraz, ale zmenia sa postupne. Úvery z komerčných bánk dostávajú najmä podnikatelia alebo investori, preto je možné očakávať najprv zmeny v cenách kapitálových statkov, výrobných faktorov a aktív. Porastie cena ocele, softvéru, nájmu v kancelárskych budovách, mzdy robotníkov a ceny akcií. Až neskôr, s omeškaním, keď nové peniaze majitelia oceliarne, vlastníci kancelárskej budovy či robotníci minú, začnú nové eurá zvyšovať aj ceny spotrebných statkov, ktoré nakúpia. Keďže v poslednom hospodárskom cykle boli významným spôsobom tvorby nových peňazí hypotéky, nové eurá dvíhali ceny nehnuteľností. Dočasný nárast ich relatívnej ceny vyvolaný prítokom nových eur pomohol vyvolať ilúziu ich vysokého reálneho zhodnotenia.

Proces úpravy cien a „veľké preskupenie“ v ekonomike sa skončí vtedy, keď všetky ceny do seba zapracujú nové množstvo existujúcich peňazí. Ekonóm Friedrich August von Hayek tento jav prirovnal k tomu, čo sa deje, keď ležete do misky med. Najvyšší kopček je tam, kde med priamo dopadá. Čím ďalej od tohto miesta, tým nižšia hladina medu. Nakoniec síce bude všade rovnako vysoká, no potrvá to nejaký čas. Počas obdobia veľkej cenovej adaptácie, teda kým cenový kopček na cenovej hladine zmizne, narúšajú inflačné peniaze informačnú hodnotu relatívnych cien v ekonomike, čo vedie k investičným chybám a prechodným ilúziám ziskovosti či stratovosti niektorých projektov. Ak si podnikateľ z úveru poskytnutého komerčnou bankou z novovytvorených eur kúpi nové béemvéčka pre svojich zamestnancov, zvýši dopyt po týchto autách, a tým aj ich cenu oproti stavu, keby k zmene peňažnej zásoby nedošlo. Keďže nákup platí z vymyslených, a nie reálne uspokojených zdrojov, nikto iný v ekonomike sa nemusel vzdať spotreby. To znamená, že nikde inde nemusel zároveň dopyt, a tým aj ceny proporcionálne klesnúť. Predajcu rast ceny vozidiel poteší. Cena jeho vstupov v podobe miezd, energií či nájmu sa zatiaľ nezmenila, čo povedie k vyššiemu zisku. Ten môže interpretovať ako signál črtajúcej sa investičnej príležitosti. Investuje do nového showroomu, zamestná nových ľudí, ponúkne na predaj viac áut. Počas tohto procesu mu však pomaly začnú rásť náklady, do ktorých sa postupne premieta nová monetárna realita. Keďže monetárny stimul sa skončil, nepredá očakávané množstvo áut. Výsledkom je strata signalizujúca plytvanie investovaným kapitálom. Peter Schiff tento omyl ilustroval na majiteľovi reštaurácie, ktorý investuje do rozšírenia jej kapacít len na základe prekvapivého prudkého nárastu hostí. Netuší, že do mesta iba na pár týždňov prišiel cirkus. Na rozdiel od majiteľa reštaurácie, ktorému sa stačí poobzerať po okolí, nemá predajca BMW ako zistiť, že to celé je len monetárny cirkus a on hrá klauna. Peniaze, ktoré za svoje statky dostáva na účet, nie sú označené pečiatkou „inflačné“. Keď sa týchto omylov v ekonomike nazbiera dostatočný počet, vyvolá to hospodársky cyklus. Počiatočné nadšenie, keď každý investuje, zamestnáva a rozširuje kapacity, navonok vyzerá ako hospodársky rast.

Pozrime sa ešte na posledný scenár, keď 240 miliárd nových eur vytvorím a mienim ja sám. Vplyv na ekonomiku bude v princípe podobný, no sektorovo iný ako v prípade, že by nové peniaze vytvorili a do ekonomiky pustili banky. Nové peniaze vstúpia do systému na miestach, ktoré zodpovedajú môjmu spotrebnému košu a investičným preferenciám. Namiesto BMW by som si napríklad mohol kúpiť niekoľko jadrových ponoriek a dať vystavať habitat na dne Atlantického oceánu. Do košíka by som prihodil ostrov v Karibiku. Keďže som dobrý človek, jeden alebo dva slovenské hrubé domáce produkty by som rozdal chudobe na Orave, Kysuciach a na Spiši. Pár škôl a nemocníc by som postavil africkým deťom a naplnil tak spoločenskú predstavu charity. Zvyšok by som investoval do biochovu veľkých bylinožravcov v Maďarsku. Nové peniaze by vstupovali do ekonomiky na iných miestach než v predchádzajúcom scenári, a preto by mali iné efekty na produkčnú štruktúru. Namiesto investícií do nadbytočných kapacít európskych automobiliek by došlo k boomu vo francúzskom zbrojárskom priemysle a na ňom napojených firiem. Oceľ, urán a dômyselná práca francúzskych technikov by sa navždy spojili do mojich ponoriek. Betón a iné nerastné suroviny by nestáli nadarmo v španielskych mestách duchov, ale boli by utopené v mojej súkromnej Atlantíde. Namiesto prázdnych portugalských diaľnic by vznikli noví producenti a dodávatelia páleného na Slovensko, narástla by zamestnanosť v maďarskom poľnohospodárstve.

Napriek objemovo identickej inflácii by teda došlo v prípade mojej monetárnej stimulácie k vzniku iných podnikov, investovalo by sa do inej výroby a vytvorili by sa iné pracovné pozície. Rozdielna by bola aj konečná produktivita ekonomiky a životná úroveň spoločnosti po tom, ako by aktéri v ekonomike zistili, že išlo len o dočasný peňažný ošiaľ. Moje rozhodnutia by zmenili históriu, tak ako navždy zmenili produktivitu ekonomiky rozhodnutia španielskych developerov. Zmenil by som produkčnú trajektóriu ekonomiky, a to iným spôsobom, ako ju zmenili banky a podnikatelia, ktorí sa k novým eurám v eurozóne nakoniec skutočne dostali medzi prvými. Povedané v jazyku ekonómov, peniaze nie sú neutrálne.<sup>22</sup> Menia relatívne ceny, a tým aj reálne veličiny v ekonomike. Nielen v krátkodobom horizonte, ako predpokladá dnešná ekonómia, ale aj dlhodobo.

### **Inflačné prerozdelenie - prečo sa oplatí obchodovať so štátom a s bankami**

Okrem deformácie cenových signálov má vpustenie nových peňazí do ekonomiky ešte ďalší zaujímavý efekt. Inflácia prerozdeľuje podobne ako zbojník Jánošík. Vďaka nej jedni získajú a iní zas stratia. Zisky z inflácie sú z hľadiska produkcie hodnôt a služieb spoluobčanom rovnako nezaslúžené ako príjmy z krádeže či podvodu. Na rozdiel od Jánošíka však inflácia berie skôr chudobným a dáva bohatým. Najviditeľnejším prerozdelením pri vzniku nových, zlých peňazí je už skôr popísa-



ný transfer hodnôt zo súkromnej do verejnej sféry. Centrálna banka má možnosť získať, podobne ako falšovateľ, hodnotné statky a služby za zanedbateľnú cenu bavnenej bankovky alebo elektronického zápisu v databáze. Ak za peniaze vzniknuté z ničoho nakúpi štátny dlhopis, de facto toto privilegium preniesie na štátnu kasu.

Ďalším spôsobom prerozdelenia, ktorý prinesie neočakávaná inflácia a s ňou súvisiaci pokles kúpnej sily, je presun hodnoty medzi veriteľom a dlžníkom. Ak veriteľ nesprávne odhadne budúci vývoj cien a dostatočne sa proti nemu nepoistí zvýšením peňažného úroku o inflačnú prémii, nečakaná inflácia spôsobí, že mu dlžník v reálnej kúpnej sile aj po zarátaní úrokov vráti menej, ako si v minulosti požičal. Najväčším čistým dlžníkom je tradične štát a finančný sektor. Aj to sú dôvody, prečo milujú infláciu, ktorú samy produkujú. Existujú aj menej zrejmé spôsoby inflačného presunu bohatstva. Ak obchodník získa úver od banky z novovytvorených peňazí a nakúpi zaň tanker ropy, vybabral s celým svetom. Nakúpil relatívne lacno. S novými peniazmi, ešte za staré ceny. Nákupná cena ešte nemusí zohľadňovať, že nové eurá postupne pozdvíhajú všetky ceny v ekonomike. Na bankovkách si predávajúci nemôže nikde prečítať varovanie centrálného bankára Pozor, nové peniaze! V transakciách treba počítať s novou rovnovážnou cenovou hladinou. Až keď sa inflačná vlna preleje celou ekonomikou a cenová hladina sa ustáli na novej, vyššej úrovni, čo v reálnom svete trvá nejaký čas, šejk možno zistí, že prerobil. Ropu predal za prinízku cenu, ktorá neodrážala zriadenú kúpnu silu nových peňazí.

## Cenová stabilita? Ceny utrhnuté zo zlatej reťaze

*Do vzniku moderných centrálnych bánk bola v spotrebiteľských cenách nuda. Ceny stáročia v podstate stagnovali a ich zmeny boli z dnešného hľadiska zanedbateľné. Štát sa o infláciu rôznymi spôsobmi snažil aj pred vznikom zlých, papierových peňazí. Väzba na komoditu však umožňovala útek z inflačných štátnych bankoviek do skutočných peňazí, čo inflačné snahy obmedzovalo. Za takmer 600 rokov medzi rokmi 1066 a 1601 sa anglickým kráľom podarilo striebornú libru znehodnotiť z dnešného hľadiska len o smiešne nízkych 30 percent.<sup>273</sup> Zlato a striebro fungovali ako obojok, ktorý držal skrátka politikov s výdavkovými problémami. Vietor do plachiet rastu cien začali fúkať usilovnou produkciou nekrytých peňazí až moderné centrálné banky. Pritom práve ony majú ochranu cenovej stability stanovenú ako primárny cieľ. V dlhom období medzi rokmi 1791 a 1933, keď pre obyvateľstvo USA platila neobmedzená vymeniteľnosť amerických dolárov za zlato, bola priemerná cenová inflácia iba 0,3% ročne. Po Rooseveltovej historickej zlatej lúpeži v roku 1933, v ktorej*

zhabal Američanom ich zlato, sa situácia v cenách náhle zmenila. Možnosť výmeny amerických dolárov za zlato zostala len verejnému sektoru a ostatným štátom, obyčajný Američan išiel za držanie zlatých mincí alebo prútov do basy. Takéto zníženie efektívnej kontroly produkcie peňazí centrálnou bankou používateľmi peňazí viedlo ku skokovému nárastu priemerného ročného tempa cenovej inflácie na 3% ročne. Po prestrihnutí posledných zvyškov zlatej reťaze, zrušením akéhokoľvek krytia amerického dolára zlatom aj pre zahraničné centrálné banky v roku 1971, nestálo rýchlemu znehodnocovaniu papierových mien už nič v ceste. Od zrodu zlých peňazí nekrytých komoditou v roku 1971 až dodnes zrýchlila cenová inflácia vytváraná centrálnou bankou na priemerných 3,8% ročne. Tempo straty kúpnej sily dolára tak zrýchlilo na 12-násobok stavu s menou krytou zlatom. Problém neustále znehodnocovaných zlých peňazí ilustruje vývoj ceny ropy. Mnoho ľudí považuje rast ceny tejto komodity za závažný ekonomický problém a práve od rastu cien tejto suroviny odvodzuje rast cien ostatných statkov v ekonomike. Z veľkej časti však nejde o skutočný rast relatívnej ceny ropy oproti ostatným statkom, ale o optickú ilúziu vyvolanú dolárom, ktorý neustále stráca hodnotu. Efekt zlých peňazí na cenu môžeme čiastočne odfiltrovať vyjadrením ceny ropy v iných statkoch produkovaných súkromným sektorom. Kým cena ropy od augusta 1971 narástla z 3,6 dolára na približne 100 dolárov za barel v roku 2011, jej cena vyjadrená v gramoch zlata sa za týchto 40 rokov takmer nezmenila.

„Čo tam po tom, že klesá. Hlavne, že klesá stabilne,“ odpovedal by na túto kritiku zlých peňazí centrálny bankár. Cenová stabilita a schopnosť ľudí predpovedať vývoj kúpnej sily peňazí používaných v ekonomike v budúcnosti je dôležitá. Slovom bývalého šéfa americkej centrálnej banky Bena Bernankeho, stabilné ceny „umožňujú ľuďom spoliehať sa na dolár ako meradlo hodnoty, keď vstupujú do dlhodobých zmluvných vzťahov, robia dlhodobé plány, alebo si požičiavajú, či niekomu požičiavajú na dlhé obdobie.“<sup>274</sup> Založením Fedu sa skutočne znížila štandardná odchýlka výkyvov v medziročnej cenovej inflácii, čím sa zjednodušila ich krátkodobá predpovedateľnosť. No nebolo to zadarmo. Pre existenciu centrálnych bánk sa celkom vytratila prirodzená cenová deflácia vyplývajúca z rastu produktivity, ktorá v dlhodobom horizonte neutralizovala epizódy cenovej inflácie. Výsledkom je už spomínaný dlhodobý rýchly rast cien a výrazné skomplikovanie predpovedí vývoja cenovej hladiny s predlžujúcim sa časovým horizontom. Ľudia a najmä podnikatelia tak síce vidia lepšie na rok dopredu, no na rozdiel od minulosti už nevedia ani približne

*povedať, koľko bude stáť dolár či euro v reálnych statkoch spotrebného koša o 5 či nebodaj o 10 rokov. Rast miery neistoty ilustruje fakt, že z dlhopisových trhov sa vytratili extrémne dlhé, 30- alebo 100-ročné podnikové dlhopisy, ktoré boli pred založením Fedu bežné. Málokto si trúfne odhadovať ich cenu v horizonte dekád pri takej miere zneužívania inflácie na fiškálne ciele. Stabilitu cien v horizonte dôležitom pre podnikateľské plány a investície centrálne banky napriek proklamovaným cieľom zhoršili.<sup>275</sup> Ide o ďalší pokles kvality peňazí oproti situácii pred prebratím kontroly ich produkcie štátom.*

---

Na prebiehajúcej nečakanej inflácii a vyrábaní kúpnej sily komerčnými bankami zarába ten, kto ich získa prvý do peňaženky alebo na účet. Na úkor tých, ktorí sa k peniazom dostanú neskôr. Ak robotník pracuje za starú výplatu v čase, keď iný zamestnávateľ už v ekonomike míňa peniaze z novovytvoreného úveru v ekonomike, stáva sa chudobnejším. So starou mzdou bude v obchode s prekvapením sledovať rastúce ceny, čo znamená, že jeho rodina si napriek rovnakému príjmu kúpi menej. Makroekonóm v centrálnej banke bude mať radosť a hovoriť niečo o odstraňovaní nominálnych rigidít (k téme lepkavých miezd sa ešte vrátíme), no zamestnanec za toto opatrenie zaplatí poklesom životnej úrovne. To, že v ďalších rokoch možno vyrokujú zvýšenie mzdy o minuloročné tempo rastu spotrebiteľských cien, nič nezmení na tom, že kým sa mu to podarilo, nevedomky pracoval za neprimerane nízku mzdu v ekonomike s peňažnou zásobou nafúknutou infláciou. Tento druh prerozdelenia smerom k prvým príjemcom úverov v podobe kapitalistov alebo podnikateľov vo forme takzvaných „nútených úspor“ spotrebiteľov začína byť pre masy zreteľný až v neskorých fázach rastu vyvolaného peňažnou infláciou. Zrazu skokovo rastúce ceny spotrebiteľských statkov s niekoľkoročným meškaním konečne začnú odrážať inflačné snaženie centrálnej a komerčných bánk. Jedným druhom poistenia je skorý nákup reálnych a finančných aktív, ktorých ceny z inflácie získavajú najviac. Na to však potrebujete úspory a finančnú gramotnosť, ktoré mnohým chudobným chýbajú. Druhým spôsobom je premiestniť sa čo najbližšie k prameňom, kde nové peniaze vyvierajú. Čiže robiť obchody priamo so štátom alebo s bankami.

### **Zlé peniaze ako živá voda pre finančný sektor a špekulantov – explózia dlhu**

Štátna podpora nízkych úrokov cez manipulácie centrálnej banky zlacňuje dlh a vedie k jeho nadprodukcii. Tento vplyv je dôležitým faktorom v rýchлом raste zadlženia vo vyspelom svete za posledné polstoročie. Zrod moderných,



ničím nekrytých peňazí s núteným obehom došlo k rýchlemu rastu dlhu. Kým celkový americký dlh zahrňujúci zadlženie firiem, štátu a domácností od roku 1950 stagnoval okolo úrovne 120% HDP, koncom 70. rokov začal rásť, až pred finančnou krízou presiahol 300% HDP. Pre štát znamená viac dlhu viac peňazí na minútie, pre banky prináša nový dlh nové príjmy z úrokov. Explózia dlhu produkciou nových peňazí bankovým systémom priniesla bankám rast ziskov. V amerických finančných inštitúciách rástli rýchlejšie ako zisky zvyšku ekonomiky, ktorej by banky mali slúžiť. Zo stabilného 1% HDP z obdobia zlatom krytého dolára narástli zisky bánk v modernej ére zlých peňazí postupne až na predkrízových 2,5% HDP. K tomuto vývoju pravdepodobne prispelo aj reinvestovanie ziskov do nákupu vplyvu finančníkov v politike.

Sprostredkovanie presunu kapitálu medzi sporiteľmi a podnikateľmi, ktoré robia akciové a dlhopisové trhy či banky, je dôležitou podmienkou na efektívne fungovanie ekonomiky. Banky sú dôležité pre ekonomický rast. No ako pri všetkom, aj tu platí, že všetkého veľa škodí. Moderné banky sú vďaka zanedbateľným rezervám, ktoré držia, skôr výrobcom nových úverov z ničoho než sprostredkovateľom úspor. Viac bánk preto automaticky neznamena efektívnejšie sprostredkovanie úspor, ale viac vyprodukovaných nových peňazí, ktoré narúšajú cenové signály a prerozdeľujú bohatstvo v spoločnosti. Prístup – čím viac a väčších finančných inštitúcií, tým lepšie pre ekonomiku – nepodporuje ani empirické pozorovanie. Americká ekonomika rástla v poslednej dekáde, keď zisky finančných spoločností v USA tvorili až 40% celkových ziskov súkromných spoločností, pomalšie ako 40 rokov predtým, v dobách zlatých peňazí a iných spiatočníckych postupov vo finančníctve. Pritom v tejto dobe, z dnešného hľadiska rýchleho rastu americkej ekonomiky, boli zisky finančníkov 20-násobne nižšie – iba 2% celkových ziskov v ekonomike.<sup>276</sup> Jedným z možných vysvetlení rastu ziskovosti finančného sektora je prerozdelenie. Časť ziskov dnešného finančného sektora netvorí novovytvorená hodnota, ale hodnota presunutá z iných sektorov. Štátom garantované privilégium tvoriť úvery z ničoho, prinášajúce úrok plus ovládnutie regulátora, sa na ziskovosti musí prejavíť. Neprirodzene vysoká ziskovosť v priebehu dekád postupne do sektora pritiahla množstvo kapitálu. Extrémne inteligentní a šikovní absolventi z mnohých technických smerov namiesto toho, aby vymýšľali algoritmus na skorú detekciu rakoviny alebo alternatívne zdroje energií, vyvíjali komplikované finančné deriváty, ktoré sú v mnohých prípadoch hrou s nulovým súčtom. Mnohé z nich boli natoľko sofistikované, že ich nepochopil nielen regulátor či konečný investor, ale dokonca ani ich vlastný šéf. Umelá ochrana finančného sektora preto nemá náklady iba v podobe zbytočného riskovania, neefektívneho umiestnenia kapitálu, ktorý znižuje výnosnosť ostatných sektorov ekonomiky, ale aj podobu premrhaného ľudského snaženia na činnosti, ktoré namiesto vytvárania hodnôt ich len sofistikovane odčerpávajú. Banky sú dobrý sluha, no zlý pán.

Neustále miznúca kúpna sila peňazí tlačí k špekuláciám s finančnými aktívami aj obyčajných ľudí, ktorí sporia pre deti alebo na dôchodok. Každý jeden z nás musí neustále riešiť otázku, aká je najlepšia forma sebaobrany pred každoročnou stratou hodnoty zlých peňazí. Ľudia zamestnávajú zástupy finančných či investičných poradcov. Tento univerzálny dopyt bežných ľudí po expertoch zneužíva množstvo predajcov teplého vzduchu s kravatovým výzorom, ktorí vzbudzujú zdanie sofistikovanosti a dôveryhodnosti. Ľudia sa snažia zistiť, do ktorej investície je najlepšie zakopať tvrdou prácou nakumulovaný osobný poklad, aby sa vyhli jeho znehodnoteniu. Zlé peniaze tak robia špekulanta z každého. Upratovač, cestár, politologička či učiteľ sú nútení zisťovať, do čoho sa práve „oplatí investovať“ svoje úspory, prípadne ktorému finančnému poradcovi veriť. Peniaze získavajú viac pozornosti, než by si v normálnom svete zaslúžili. Ak by konzervatívnu časť úspor stačilo, tak ako kedysi, bez starosti o stratu hodnoty uložiť pod matrac alebo zakopať na záhrade, omnoho menej ľudí by zaujímali „zaručené tipy“, čo akurát v investičnom svete letí. Do ktorej pyramídy vstúpiť či odpadové dlhopisy ktorej spoločnosti prinesú viac, než je miera zdražovania. Neurotické sledovanie aktuálneho diania na finančných a akciových trhoch by sa opäť vrátilo tam, kam patrí. Do pracovného času profesionálnych investorov alebo do životov mladých samčekov snívajúcich večný sen o rýchlom a bezprácnom zbohatnutí.

### Dlh je zhmotnením viery v lepšie zajtrajšky

Rast dlhu nemusí byť automaticky zlou správou. Dlh sám osebe nie je ani dobrý, ani zlý. Pes je zakopaný v detailoch. Dlh je zhmotnením dôvery veriteľa v schopnosť dlžníka vrátiť v budúcnosti požičané. Nie nadarmo sa dlhopis v angličtine nazýva bond ako väzba či puto. Táto dôvera býva postavená na viere v budúce dostatočné príjmy dlžníka, väčšinou vďaka vyššej produktivite. Ten, kto sa zadlžuje, míňa viac, než mu jeho momentálny majetok umožňuje. Pri sporení presúvame svoju spotrebu do budúcnosti, pri míňaní na dlh ju z budúcnosti presúvame do súčasnosti. Neberte to doslovne. Platí to len na úrovni jednotlivca. Spoločnosť ako celok nič z budúcnosti presúvať nemôže. Keďže zo zajtra na dnes sa nedajú presunúť reálne zdroje v podobe tony pšenice či traktora, vznik nového dlhu na úrovni celej spoločnosti nevytvára nový reálny kapitál, iba prerozdeľuje dispozičné práva k tomu existujúcemu. Toto nové preskupenie peňažných poukázok zmení podobu a spôsob použitia už existujúcich statkov v ekonomike. Nový dlh je preto len vznikom nového finančného aktíva. Rastom dlhu nerastie počet brúsok v ekonomike, iba sa určuje, kto bude existujúce brúsky dnes používať a ako sa rozdelí budúci príjem, ktorý použitie brúsok vygeneruje.

Vzájomné puto dvoch strán zhmotnené v dlhopise je neustále testované meniacou sa realitou. Vypuknutie vojny, strata príjmu, zlyhaný podnikateľský

projekt, právna neistota, smrť. Tieto a mnohé iné riziká nesplácania robia z dlhu spiace podozrenie. A rozplynutie dôvery vyjadrenej dlhom bolí. Keď som sympatickému dlhovlasému hispánskemu kolegovi na brigáde v USA požičal 10 dolárov, myslel som, že sme kamaráti. Úver, ktorý mu umožnil spotrebu mimo jeho rozpočtové obmedzenia, nesplácal. Naopak, na pracovisku sa tváril, že ma nepozná. Keď som sa od kolegu z Afganistanu dozvedel, že sedel za vraždu, rozhodol som sa odpustiť mu, nie ľudsky, ale pohľadávku. Že dôvera na začiatku nášho úverového vzťahu nebola namieste, mi mohlo naznačiť hnedé papierové vrečko v jeho taške, ktoré je v USA neklamným znakom spotreby alkoholu. Práve spôsob použitia úveru určuje, či je dôvera zhmotnená v dlhu primeraná. Konečná spotreba napríklad v podobe niekoľkých pív v miestnom bare nezvyšuje produktivitu a budúce príjmy dlžníka. Produktívna spotreba v podobe úspešných investícií do podnikania či zveľaďovania ľudského kapitálu zase posúva obe strany kontraktu bližšie k úspešnému splateniu istiny a úrokov v dohodnutom termíne. Ani to však neznamená, že spotrebné úvery sú diablovým výmyslom. V protestantskom rozhorčení netreba zabúdať na to, že úver minutý na financovanie spotreby môže byť len spôsobom, akým si človek vyhladzuje svoj príjem v čase. Ak viem, že mi auto ako statok dlhodobej spotreby bude poskytovať svoje služby niekoľko rokov, počas ktorých budem s veľkou mierou pravdepodobnosti poberať dostatočne vysoký príjem na vykrytie jeho nákladov, tak jeho prefinancovanie lízingom alebo spotrebným úverom nie je morálnym zlyhaním, za ktoré poputujem do pekla ortodoxného kapitalizmu. Problémom táto stávka začne byť až vtedy, keď podcením pravdepodobnosť toho, že ma počas trvania záväzku vykopnú z práce a nebudem si vedieť nájsť novú.

A tu sa dostávame k úlohe centrálnej banky pri podozrivej expanzii dlhu v poslednom polstoročí. Jej monetárna politika zväčšovania peňažnej zásoby v bankovom sektore vyvoláva v ekonomike nepodložený optimizmus. Vďaka lacným úverom má veľa podnikateľov a spotrebiteľov na očiach príliš ružové ekonomické okuliare. Všeobecná, plošne rozšírená viera v budúcu vyššiu produkciu, zhmotnená v rýchlom raste dlhu, vedie k vyššej spotrebe v súčasnosti a chybným investíciám. Táto viera je však postavená na monetárnom omyle. Ružovejšie zajtrajšky sa nematerializujú a z peňažnej eufórie ekonomiku lieči recesia. Predchádzajúca nadspotreba a chybné investičné rozhodnutia vyplytvajú časť kapitálu, ktorý má spoločnosť k dispozícii a ktorý je potrebný na udržanie aspoň produkcie z času pred boomom. Dochádza k poklesu životnej úrovne. Dôvera sa vytratí, no dlhy ostávajú. Straty z nich si v podobe nižšej životnej úrovne a spotreby musia podeliť všetci, veritelia aj dlžníci.



## Rozdiel medzi dlhom a peniazmi

Väčšinu peňazí pôsobiacich v ekonomike vytvárajú novoposkytnutými úvermi komerčné banky na rezervných peniazoch centrálnej banky. Takéto peniaze majú podobu elektronického zápisu na bežnom účte. No to, že prevažná väčšina peňazí vzniká pôžičkami, neznamená, že každé zvýšenie dlhu, znamená rast množstva peňazí. Množstvo peňazí môže rásť aj pri klesajúcom dlhu a objem dlhu môže rásť bez rastu množstva peňazí. Dlh nie sú peniaze. Peňažná pôžička je výmena peňazí dnes za peniaze v budúcnosti. Je to vzdanie sa peňazí a ich kúpnej sily v prospech inej osoby na definované obdobie. Keď banka poskytne úver z ničoho, čisto zápisom na váš účet, pri frakčných rezervách potom skutočne touto operáciou narastie o rovnakú sumu naraz dlh aj množstvo peňazí v ekonomike. Nikto sa ničoho nemusel zdať. Banka zriedením hodnoty ostatných peňazí vyrobila novú kúpnu silu a niekomu ju na dané obdobie za úrok poskytla. Ak však stovku do konca mesiaca požičiate známemu vy, o tento objem narastie celkový dlh v spoločnosti, no s peňažnou zásobou, čiže s celkovým množstvom peňazí v ekonomike sa nestane vôbec nič. Zmení sa iba osoba, ktorá bude do konca mesiaca rozhodovať o použití kúpnej sily 100 eur v ekonomike. Bez vplyvu na kúpnu silu zvyšku existujúcich peňazí.

Peniaze sú všeobecne prijímaným prostriedkom výmeny. Ľudia ich akceptujú plošne, okamžite a bez zľavy, za ich nominálnu hodnotu. Dá sa nimi platiť v potravinách, na pumpe či na akciovom trhu. V peniazoch sa vyjadrujú ceny statkov v ekonomike. Dlhom sa nedá zaplatiť v hypermarkete alebo na daňovom úrade. Množstvo dlhu preto nemá priamy vplyv na ceny v ekonomike. K určitému presahu medzi peniazmi a dlhom dochádza vtedy, keď doklady o existencii dlhu – dlhopisy – preberajú časť funkcie peňazí ako sprostredkovateľa výmeny a ľudia ich začnú akceptovať vo výmenách ako platidlo. Aj bankovky boli na začiatku zmenkami na definované množstvo peňazí (kovu), ktoré začali postupne samy nahrádzať v platbách peniaze, na ktoré boli vystavené. Dnes majú niektoré dlhopisy vďaka svojej likvidite, teda existujúcej plošnej akceptácii vo výmene bez výraznej straty hodnoty, k peniazom bližšie a iné zas extrémne ďaleko. Kým s americkým dlhopisom by ste pri platbe nadnárodnej firme možno uspeli, so zmenkou na tú istú sumu s mojím podpisom by s vami vyrazili dvere. Napriek tomu však nemá celkový objem amerických dlhopisov priamy vplyv na ceny. Tie závisia nie od množstva dlhopisov, ale od amerických dolárov v obehu. Dlhopisy nie sú zúčtovacou jednotkou, čo je ďalšou dôležitou funkciou peňazí.

Dlh je osobný a protistrany dočasne zväzuje. Peniaze sú neosobné a možno ich preto použiť na obchody, kde neexistuje dostatočná znalosť, a tým ani dôvera voči partnerovi. Umožňujú tak rozšírenie slobodnej výmeny aj za hranice limitujúcej skupinky „našich“. Peniaze preto otvárajú priestor na špecializáciu, deľbu práce a pokrok. Dlh v podobe zmeniek či úpisov a obchod s nimi síce znižujú potrebu circulácie peňazí, no sú závislé od dobrej nálady a vysokej dôvery v komunitu, kde sa ako prostriedok výmeny využívajú. Prídu mraky, padne Ponziho schéma, zbankrotuje veľký továrnik či developer a všetci utekajú späť k peniazom. Kým dlh je kontraktom s neistým výsledkom, ohrozený rizikami počas jeho trvania, peniaze sú finálnym, okamžitým statkom súčasnosti, nezaťaženým rizikami protistrany. Peniaze likvidujú dlh.

Neschopnosť identifikovať podstatné rozdiely medzi úverom a peniazmi vedie ku chybe, keď sa do peňažnej zásoby zarátava aj dlh, ktorý tam nemá čo robiť. Napríklad peniaze na skutočných termínovaných účtoch,<sup>277</sup> na ktorých pri predčasnom výbere hrozí strata časti istiny.<sup>278</sup> Novým termínovaným účtom nevznikajú nové peniaze a nerastie peňažná zásoba, len sa sem presúvajú už existujúce peniaze s ich kúpnu silou. Termínovaný účet je úverom banke na dohodnuté obdobie, v ktorom sa v jej prospech majiteľ účtu vzdáva práva touto kúpnu silou v ekonomike pôsobiť. Na rozdiel od bežného účtu, kde existuje neustále právo s vloženými peniazmi kedykoľvek disponovať. Peniaze na bežnom účte, ktoré sú neustále k dispozícii, preto subjektívne zahrňame do svojho peňažného zostatku, a teda pôsobia na naše ekonomické rozhodnutia, pôsobia na ceny, a preto patria do peňažnej zásoby. Termínované účty v slovenských bankách zvyčajne nie sú skutočnými termínovanými účtami, keďže peniaze z nich sa dajú vybrať na požiadanie bez straty časti vkladu. Pokuta sa obmedzuje na nevyplatenie dohodnutého úroku.

## Zlé peniaze podporujú vojny

„Irak, krajina osi zla, vlastní zbrane hromadného ničenia a predstavuje preto závažnú hrozbu pre našu krajinu a spojencov. Zásah vojenských jednotiek je nevyhnutný. Aby sme ho mohli uskutočniť, obsadiť Bagdad a vydríť Saddáma Husajna, potrebujeme vyzbierať minimálne sumu 100 miliárd dolárov<sup>279</sup>, čo je 450 dolárov na jedného Američana v ekonomicky aktívnom veku. Podporte os dobra a pomôžte demokracii na Blízkom východe! Pošlite peniaze ešte dnes! Viac detailov o projekte operácia Iracká

sloboda a číslo účtu nájdete v popise invázie na štátnej crowdsourcingovej stránke *War-Starter.com*." Koľko by americký prezident George W. Bush vyzbieral začiatkom roku 2003 takýmto spôsobom na vojnu v Iraku? Neprestali by peniaze daňových poplatníkov prúdiť, hneď ako sa zistilo, že Irak zbrane hromadného ničenia nemal, a okupácia by sa musela z ekonomických dôvodov skončiť? Boli by radoví Američania ochotní zaplatiť za toto dobrodružstvo spolu 4-tisíc miliárd dolárov<sup>280</sup> priamych výdavkov ministerstva a budúcich nákladov spojených s dávkami a so zdravotnou starostlivosťou pre veteránov, čo sú k desaťročnému jubileu odhadované náklady tejto „rýchlej“ vojny? Napriek tomu, že je to 40-krát viac než počiatočný odhad nákladov a v priemere na jedného Američana v ekonomicky aktívnom veku táto intervencia vychádza na 16 500 dolárov? Výsledky intervencie s odhadom 500 000 mŕtvych sú už na inú diskusiu.<sup>281</sup>

Dnes nám príde predstava, že by štát financoval vojny prostredníctvom dobrovoľného vojnového príspevku či nebodaj transparentnej vojnovéj dane, absurdná. Takto sa predsa vojny v demokraciách nevedú, panovník nemusí do nich investovať vlastné peniaze, prípadne presviedčať súkromných veriteľov o vhodnej investícii. Riskovať v boji vlastný život sa tiež nenosí. V demokracii je financovanie vojny pre politikov výrazne jednoduchšie. Odkedy má štát pod kontrolou produkciu peňazí a finančný systém, môže nepopulárnu vojnovú daň skryť z očí voliča do deficitov a rastúceho štátneho dlhu. Vďaka patentu na peniaze si politik, ktorý sa raz dostane k moci, môže naplno užívať privilegovaný prístup ku zdrojom na krytie nie vždy produktívnych verejných výdavkov. Američania tak nemajú na výplatnej páske pri iných daniach a odvodoch špeciálnu kolónku strhnutých peňazí „Na operáciu Iracká sloboda“. Preto nemajú o jej skutočných nákladoch ani poňatia.

Z rovnakého dôvodu, prečo býval v Európskej únii pravidelne prebytok cukru, ktorého vývozom únia následne strpčovala život pestovateľov v rozvojových krajinách, majú dnes ekonomicky vyspelé štáty veľa dlhu. Keď niečo štáty dotujú, tak toho bude príliš. Politika umelo nízkych úrokov priniesla svoju úrodu. Štáty dlžia v pomere k veľkosti svojich ekonomík viac ako po extrémne nákladnej a devastujúcej druhej svetovej vojne. Ľahké financovanie deficitov verejných financií cez nadprodukciiu peňazí uľahčuje rozbehnutie ničivých vojen, expanziu štátu a jeho výdavkov. Aj vďaka zlým peniazom môžu existovať neefektívne a drahé štátne sociálne a zdravotné systémy, ktoré by skolabovali v okamihu, keby museli byť plne hrazené z existujúcich daní. Povinnosť vlád zostavovať vyrovnaný rozpočet by zabránila množstvu plytvania, kradnutia a ľudského utrpenia. Okamžitý vzťah medzi zvolenou politikou vlády a daňami na výplatnej páske by podporil proces učenia voličov a vytvoril by pre politikov aspoň nejakú spätnú väzbu. Možno vám to príde nepredstaviteľné, no taký konzervatívny prístup k verejným financiám nebol pred vznikom zlých peňazí ničím nezvyčajným. Pravidelné deficity verejných financií vyspelých krajín sa stali normou až so vznikom moderných, ničím nekrytých štátnych peňazí. Predtým boli rozpočty vyspelých krajín s výnimkou vojnových ro-



kov väčšinou vyrovnané. S kvalitou peňazí sa vytratila aj fiškálna zodpovednosť. USA mali deficit verejných financií 40 z posledných 44 rokov, Veľká Británia 51 z posledných 60. Taliansko, Portugalsko a Francúzsko mali deficit každý, každoročný rok, odkedy sa vedú spoľahlivé záznamy o ich hospodárení.<sup>282</sup> Práve talianska líra sa celosvetovo preslávila svoju chronickou slabosťou a neustálou stratou hodnoty. Nebola to náhoda alebo smola. Zmrzlina za tisícky lír bola výsledkom dlhodobého zneužívania meny zo strany talianskych politikov na financovanie verejných výdavkov. Iba vďaka existencii ochotnej centrálnej banky chrliacej nové líry bolo možné prefinancovať obrovské deficit talianskeho štátu. Tie za 34 rokov pred rokom 2011 dosiahli v priemere neuveriteľných 7% HDP ročne.



## Kritika teórie hospodárskeho cyklu spôsobeného zlými peniazmi

Pohľad rakúskej ekonomickej školy na to, ako zlé peniaze spôsobujú hospodárske cykly, zažil najmä medzi širokou verejnosťou po kríze veľký návrat. Myšlienka, že umelo nízke úroky a prerastený finančný sektor viedli k dlhovým orgiám a zlému oceneniu aktív či rizika, má svoju intuitívnu príťažlivosť. Závery v modernej ekonomickej vede okrajových Rakúšanov však postupne vedome či nevedome preberajú aj akademici, ktorí ako faktor vedúci ku kríze uvádzajú príliš uvoľnenú monetárnu politiku. V novom ekonomickom výskume je už dnes zrejmé zmŕtvychvstanie rakúskych teórií o pôvode hospodárskeho cyklu.<sup>283</sup> Pozrime sa na dve najčastejšie výhrady akademikov k rakúskej teórii hospodárskeho cyklu.

**Neverte mne, verte centrálnym bankárom - centrálna banka skutočne ovplyvňuje aj dlhodobé úroky**

Proti základnej hypotéze tejto knihy, že bubliny, hospodárske a dlhové cykly pomáha rozbiehať centrálna banka, namietajú niektorí ekonómovia tým, že experti v tomto monopolnom producentovi peňazí síce stanovujú úroky, ale iba krátkodobé. Vytváraním rezerv, ktoré poskytujú komerčným bankám, manipulujú iba úroky na nočných úložkách. Základná úroková sadzba tak priamo určuje iba úrok na najkratších pôžičkách medzi bankami, na niekoľko mesiacov či rokov trvajúce úvery už priamy vplyv nemá. Dlhodobé, o infláciu očistené, reálne úroky, a tým aj od nich odvodené ceny aktív v ekonomike, má údajne v rukách slobodný trh. K investičným ošialom, podnikateľským omylom a spotrebiteľským chybám preto úroky neprispievajú, keďže trh do nich zapracuje všetky existujúce informácie a sú teda na „správnej“ úrovni. Aspoň na jeden odsek uverme tomu, že na dlhodobé

úroky nemá centrálna banka žiadny vplyv a sú informačne nabitou, čisto trhovou cenou. Aj samotná manipulácia krátkodobých reálnych úrokov bude v ekonomike vyvolávať chybové cykly. Neprirodzene lacné spotrebné úvery a umelo nízke úroky na bežných účtoch povedú k vyššej spotrebe a nižším úsporám. Navyše malé a stredne veľké firmy často závisia práve od krátkodobého financovania, ako je napríklad úver v podobe povoleného prečerpania bežného účtu. Buď nemajú dostatok aktív na záruku oproti klasickému dlhému investičnému úveru, alebo reputáciu na to, aby ho získali alebo sa refinancovali vydaním dlhopisov.

Ani dlhé úroky však nie sú trhovou, nemanipulovanou cenou. Ani samotní centrálni bankári neveria teórii, že centrálné banky ovplyvňujú iba krátke úroky. Jeden z hlavných komunikovaných cieľov tretieho kola kvantitatívneho uvoľňovania amerického Fedu po kríze bolo práve zníženie dlhodobých úrokov v ekonomike nákupom dlhých štátnych dlhopisov. Tie sú pre sadzby v súkromnom sektore benchmarkom, určujú ich výšku. Tretím kolom uvoľňovania, v ktorom nakupovali okrem hypotekárnych cenných papierov aj 10-ročné americké dlhopisy, sa im to podľa ich vlastných slov aj podarilo.<sup>284</sup> Ekonomické zákony nemožno ohýbať podľa toho, ako sa to práve hodí. Buď človek verí, že Fed na dlhé úroky nemá žiadny vplyv alebo že ich centrálna banka vie svojimi opatreniami znižovať. Samochválou v prípade efektívnosti kvantitatívneho uvoľňovania tak predstavitelia Fedu poukázali na absurdnosť výhovoriek, že za nízke úroky, ktoré vyvolali neudržateľný predkrízový boom, nemôžu oni, ale záplava úspor z chudobnej Číny. Ak si Fed po kríze pripisoval zásluhy za podporu trhu nehnuteľností vytváraním nových peňazí, potom nie je zrejmé, ako sa môže zároveň vyviniť zo zodpovednosti za podporu neudržateľného rastu cien domov. Tvrdiť, že kontrola krátkych úrokov štátnym monopolným producentom peňazí neovplyvňuje aj dlhé úroky, je podobný omyl, ako keby sme tvrdili, že štátny monopol na múku neovplyvňuje ceny chleba, keďže ho pečú súkromní pekári. Ceny krátkodobých a dlhodobých úverov sú podobne ako ceny múky a chleba previazané. Krátkodobé úroky v ekonomike okrem iného signalizujú ekonomickým aktérom, koľko ľudí šetrí dnes. Koľko úspor je k dispozícii práve teraz, a aký po nich existuje dopyt. Dlhodobé úroky sú zas výsledkom odhadu podnikateľov, ako dlho budú tieto úspory k dispozícii, než sa premenia na spotrebu. Na to, aby centrálné banky ovplyvňovali dlhé úroky, netreba ani neštandardné opatrenia monetárnej politiky, akými sú nákupy dlhých štátnych dlhopisov. Krátke úroky určované centrálnou bankou ovplyvňujú dlhodobé úroky aj v časoch štandardnej monetárnej politiky cez očakávania trhových aktérov. Tie sú pre úroky na dlhopisoch kľúčové. Rozdiel medzi dlhodobými úrokovými sadzbami včera a očakávanými dlhodobými sadzbami zajtra je okrem iných vplyvov aj krátkodobá sadzba dnes. Každá dlhá doba je len súčtom viacerých krátkych dôb. Preto tak ako cena múky ovplyvňuje ceny chleba, cena krátkych úverov ovplyvňuje ceny dlhodobých úverov.

Ak trhoví aktéri čakajú, že centrálna banka bude držať krátkodobé úroky nízko nasledujúce tri roky, potom tvrdenie, že úrok nebude na trojročných či dlhších dlhopisoch túto skutočnosť zohľadňovať, vyžaduje veľkú predstavivosť. Predpovede o správaní úradníkov v centrálnych bankách sú preto zapracované v dlhých sadzbách. Spolu s rizikovou prirážkou kvôli neistote, či sú tieto očakávania pravdivé, a vzhľadom na existenciu možnosti ich zmeny počas lehoty splatnosti dlhopisu. Výška konečného nominálneho úroku na dlhom úvere je ešte korigovaná o očakávanú stratu kúpnej sily peňazí. Cenová inflácia však reaguje na tlačenie peňazí väčšinou s meškaním a pomaly. Zmenám v nominálnych úrokoch preto dominujú zmeny v základnej sadzbe určovanej centrálnou bankou.<sup>285 286</sup> Úroky na dlhých dlhopisoch sú tak priemerom očakávaných krátkodobých úrokov za lehotu splatnosti dlhopisu, upravených o riziko ich zmeny počas lehoty splatnosti, riziko dlžníka a likviditu dlhového nástroja. Práve preto možno pozorovať zaujímavý jav, keď zmeny v dlhších úrokoch ako keby zázrakom predpovedajú s predstihom skutočný pohyb základnej úrokovej miery určovanej Fedom. Táto mysteriózna vešteká schopnosť dlhých úrokov zamestnávala intelekt mnohých ekonómov. Záhada, prečo dlhodobé úroky niekedy nereagovali na zasadania centrálnych bankárov, na ktorých zvýšili úroky, trápila aj samotného „maestra“ Alana Greenspana. Na vysvetlenie javu však stačí akceptovať, že trhy sa snažia manipulácie Fedu zapracovať do svojich plánov. Ak sú investori presvedčení, že zvyšovanie úrokov Fedom je len dočasnou politikou, ktorá bude v nasledujúcich rokoch korigovaná opätovnou monetárnou stimuláciou nízkymi úrokmi, na rast dlhodobých úrokov nevidia dôvod.

Okrem očakávaní trhových aktérov sú ďalším dôležitým kanálom, ktorým krátke sadzby ovplyvnia aj 10-ročný dlhopis, klasické a tieňové banky. Banka je fabrika na transformáciu splatností. Meniť krátkodobé zdroje na dlhodobé úvery, hypotéky či dlhopisy je podstatou jej existencie. Požičiava si na krátko (za krátke úroky), aby požičala na dlho (za dlhé úroky). Tak ako ceny vstupov pekára ovplyvnia ceny chlebov, cena za krátke zdroje financovania banky ovplyvní ceny poskytnutých dlhých úverov. Ak napríklad finančná inštitúcia očakáva, že priemer krátkodobých úrokov stanovených centrálnou bankou bude v nasledujúcich desiatich rokoch 2% a zároveň je dnešný výnos na 10-ročných dlhopisoch 4%, existujúci rozdiel, upravený o riziko dlhopisového dlžníka a cenovú infláciu, môže využiť vo svoj prospech jednoduchou arbitrážou. Požičia si krátkodobé peniaze, za ktoré nakúpi dlhodobé dlhopisy. Pritom aj dlhopisy s extrémne nízkym nominálnym výnosom majú potenciál generovať vysoké kapitálové zhodnotenie rastom ich ceny, ak dôjde k ďalšiemu poklesu dlhodobého priemeru krátkych úrokových sadzieb kontrolovaných centrálnou bankou. Aj 10-ročný dlhopis s nízkym 3% úrokom môže byť výbornou investíciou predtým, ako centrálna banka zníži základný úrok na nulu na nasledujúcich osem rokov. Podobne ako banky, aj hedžové fondy alebo iní investori transformujú maturitu úverov v ekonomike, keď si požičiavajú na svoje obchodné stratégie krátke peniaze od bánk. Úrok napríklad na 30-ročnej hypotéke



alebo na 10-ročnom štátnom dlhopise je tak ovplyvňovaný cenou krátkodobých úverov v podobe vkladov obyvateľstva splatných na požiadanie alebo zdrojov na medzibankovom trhu, ktoré plne kontroluje centrálna banka.

### Keď sa nedá povedať nie alebo neracionálne očakávanie racionálnych očakávaní

*„Čo sa týka likvidity, keď muzika prestane, veci sa skomplikujú. Pokiaľ muzika hrá, musíte vstať a tancovať. Tak stále tancujeme.“*

~ Charles Prince, CEO Citigroup, leto 2007, rok a pol pred kolapsom tejto banky<sup>287</sup>

Ďalšou námietkou proti argumentu, že za krízami sú zlé peniaze, je hypotéza racionálnych očakávaní.<sup>288</sup> Mnoho ekonómov tvrdí, že samotná existencia verejne dostupných informácií o tom, ako fungujú intervencie centrálnej banky, povedie k tomu, že trhy budú očakávať z nich vyplývajúce efekty. Správnym zapracovaním tohto očakávania do svojho konania ich následne eliminujú. Ak ekonomickí aktéri vedia, že centrálna banka znižuje úroky pod ich prirodzenú úroveň, nedajú sa takým správaním pomýliť. Monetárna stimulácia spotrebiteľov nenamotivuje k väčšiemu rozhodovaniu a ľudia si napriek nižším úrokom a dostupnejším úverom nenaberú viac hypoték, keďže prekuknú zámer centrálného plánovača a pochopia, že zníženie je iba dočasné. Že ide o monetárnu ilúziu, ktorá bude čoskoro kompenzovaná rýchlejším rastom úrokov a vyššími cenami. Rovnako sa nedajú obalamutiť ani podnikatelia, ktorých nízkymi úrokmi nafúknutá ziskovosť dlhodobých investičných projektov a záplava lacných úverov nezláka do nových investícií. Rozumejúc monetárnej politike a správne predpovedajúc jej efekty na celú ekonomiku, cudne odolajú pokušeniu rozširovať kapacity a investovať. Monetárna stimulácia preto nevytvorí bubliny. Po vytvorení nových peňazí sa akurát rýchlo a plošne, bez deformácie relatívnych cien, zapracuje nové množstvo existujúcich peňazí. Ekonomický život nerušene plyní ďalej. Zmeny v množstve peňazí a objeme úverov v ekonomike nemajú v stredno- a dlhodobom horizonte žiadne reálne efekty na ekonomiku.

Tolko predkrízová makroekonomická teória hlavného prúdu. No táto makroekonómia, v ktorej dočasné odklony od všeobecne panujúcej rovnováhy vyvolávajú len cenové rigidity, je dnes bezradná.<sup>289</sup> Predpoklad, že statky vyprodukované v rozličných krajinách a aktíva denominované v rozličných menách sú dokonalé substitúty a že trhoví hráči nemôžu robiť systematické chyby,<sup>290</sup> berú vážne už len na ekonomických fakultách. Príchodom krízy makroekonómia zistili, že sa s mapou Pyrenejí nachádzajú na Marse. Preto napríklad nikto nemôže tušiť, čomu počas zavádzania neštandardných opatrení v monetárnej politike veril samotný šéf Fedu Bernanke. Krízu nečakal a zastihla ho nepripraveného. To, čo v rokoch 2008 až 2010 jeho improvizované opatrenia prinesú, nevedel ani on sám. Ak však

nemá realistický, fungujúci makroekonomický model ani šéf centrálnej banky, ako môžu bežní ľudia podnikajúci v ekonomike vedieť správne interpretovať, aké efekty bude mať tlačenie peňazí na nich samotných? Očakávať, že neexistujúce racionálne očakávania zapracujú do svojich činov tak, že tieto efekty eliminujú, je preto neracionálne.

Realistický makromodel monetárnej stimulácie chýba. Áno, ľudia sa prevažne správajú podľa vzorcov, ktoré by neustranný pozorovateľ označil za racionálne. Nejde však o univerzálne plošne platné pravidlo, no o tendenciu, ktorá existuje v obmedzujúcich podmienkach reálneho sveta. Nie všetci máme rovnaké znalosti a bohatstvo či prístup ku kapitálu. Líšime sa vo vzdelaní, v prístupe k informáciám a v ich subjektívnej interpretácii a najmä v schopnosti ich pretaviť do konania a ovplyvniť tak trhové ceny. Väčšina podnikateľov nemá o monetárnej politike ani šajnu a vôbec nerozumie fungovaniu finančného systému či procesu inflácie. Nie sú ekonómovia, ale majstri hľadania a využívania cenových rozdielov. Ceny sú pre nich na úspešné podnikanie postačujúcou informáciou. Finančné inštitúcie, ktoré sú priamymi aktérmi inflácie, už procesu rozumejú o niečo viac, pričom v reálnom čase vidia vývoj niektorých reálnych dát, no ani ony nemajú presnú predstavu, čo sa bude diať. Nemôžu sledovať proces inflácie v celom systéme, a tak presne odhadnúť jeho rozsah a dosahy. Nie nadarmo existuje samostatný odbor vykladačov toho, čo povedali a napísali poprední predstavitelia centrálnych bánk. Profesionáli sa na základe kávových usadenín snažia vyveštiť, čo sa udeje s úrokovými sadzbami či s nákupmi aktív centrálnou bankou v najbližších rokoch. Koľko peňazí, kedy a kde nakoniec v systéme vznikne, nevie vďaka kľúčovej úlohe súkromných bánk v tomto procese ani samotná centrálna banka. Konečnú monetárnu infláciu preto nie je možné predpovedať ani za predpokladu dokonalej znalosti fungovania systému a budúcich krokov centrálnej banky. Výsledok ovplyvňuje množstvo premenných. Áno, nižšie úroky alebo viac nakúpených aktív väčšinou vedú k rastu peňažnej zásoby a cien. No ako ukázalo aj pokrízové obdobie, nie vždy, a nik nemôže vedieť, ktorých cien a o koľko. Žiadna informácia sa nepremieta do cien „sama“. Aby bolo možné hypotézu, že za hospodárske cykly môžu experimenty so zlými peniazmi, zapracovať do cien, a tým ju eliminovať, musí byť najprv splnených naraz niekoľko podmienok. Tejto teórii musí naraz rozumieť a veriť veľké množstvo ľudí s dostatočným množstvom zdrojov, ktorí budú na základe týchto znalostí ochotní na trhu konať, čím ovplyvnia ceny. Tie dnes nie sú splnené. Ani hromadné porozumenie týmto javom by nikdy nemohlo odstrániť všetky negatíva manipulácie zlých štátnych peňazí. Rovnako ako racionálne očakávania a upravené konanie ekonomických aktérov nemalo šancu eliminovať zlé ekonomické efekty socializmu a jeho centrálneho plánovania. Trh nie je všemohúci a nemá zázračné schopnosti. Manipulácia cien vždy zvýši množstvo chybných rozhodnutí v ekonomike. Ani zlé efekty socializmu nezmizli len preto, lebo si ľudia uvedomili, že žijú v socializme.

Kritika zo strany racionálnych očakávaní neberie do úvahy možnosť, že niektorým hráčom sa účasť na bubline oplatí. Investovanie do nezdravého neudržateľného vývoja môže byť pre mnoho aktérov racionálnym konaním, napriek prekuknutiu negatívnych stredno- a dlhodobých dosahov monetárnej stimulácie. Ide o hru s nulovým súčtom. Využitím monetárnej inflácie a nabratím množstva úverov sa vďaka už popísaným redistribučným efektom dá zbohatnúť na úkor ostatných. Banky dokonca ani nemajú inú možnosť, než je účasť na neudržateľnej úverovej expanzii. V dnešnom nastavení systému sa individuálny manažér banky nemôže rozhodnúť, že sa na pochybnom poskytovaní úverov odmietne podieľať. Banka by stratila svoj trhovú podiel a on svoje miesto. Jeho zdravý úsudok tak nemá šancu prejaviť sa v ekonomike. Ak tak spraví a na inflačnej párty sa odmietne zúčastňovať, jeho banku nahradí ochotný, menej múdry alebo prezieravý konkurent. Nieкто nakoniec ziskovú príležitosť v podobe umelo nízkych úrokov využije. Podobne ako v našom príklade s Krugmanistanom, kde boh do džungle zhodil milión dolárov, sa nieкто nakoniec nových peňazí zmocní. Bez ohľadu na to, že spoločnosť ako celok by bola na tom lepšie, ak by na tieto peniaze všetci zabudli. Trh tak môže zostať iracionálny dlhšie ako „rozumný“ podnikateľ zostane solventný či prezieravý manažér zamestnaný. Aj mnohí bankári v Európe si dobre uvedomovali na aký tenký ľad zadlženia sa to vybrali a aké veľké riziko hrozí v prípade, že nepribrzdia dostatočne skoro pred vypuknutím ekonomických turbulencií. *„Ak začnem brzdiť príliš skoro predtým, než sa na obzore objaví kríza nehnuteľností, predstavenstvo ma vyhodí,“* povedal vrcholový manažér jednej z veľkých európskych bánk. Ten, kto na vlne vydrží najdlhšie, dosiahne najvyššie okamžité zisky pre akcionárov.<sup>291</sup> Nabúrali tak všetci a naraz.

Ľudia, a teda aj trhy sa napriek tomu postupne učia. Po poslednej bubline v akciách, na ktorých sa mnoho ľudí popálilo, preto ďalšie kolo monetárnej stimulácie nenafúklo znova akcie, ale nejakú inú skupinu aktív, nehnuteľností. Každá ďalšia monetárna stimulácia musí byť na vyvolanie dostatočnej ilúzie intenzívnejšia a musí ľudí prekvapiť. Poučených ľudí centrálna banka ťažšie obalamutí. Ekonomika nie je stroj. Zistené vzťahy tu mechanicky nepretrvávajú. Nie každá inflácia musí automaticky viesť ku chybovému cyklu,<sup>292</sup> ktorý sa prejaví takým veľkým výkyvom ekonomickej aktivity, že môžeme hovoriť o hospodárskom cykle. Na ten je potrebná existencia plošnej ilúzie. Ak by boli podnikatelia výborne informovaní o procese a efektoch inflácie, potom môžu jej efekty okamžite zapracovať do väčšiny relatívnych cien bez toho, aby sa vyvolala vlna chybných investícií a spotrebných rozhodnutí. Majú očakávania zodpovedajúce realite. Ak by napríklad vyšiel oznam, že od zajtra máme všetci na účtoch a v peňaženkách dvakrát viac peňazí, nutne to neimplikuje vznik chybového cyklu. Ceny síce stúpnu, no všetci budú vedieť, že nedošlo k zmenám reálnych veličín. V reálnom svete však inflácia neprebíha laboratórne čistým spôsobom, ale nekontrolovane a netransparentne. V realite nám nikto dennodenne neoznami, koľko peňazí pribudlo, a hlavne tie, čo pribudnú, nie sú rozdelené rovnomerne. Ku chybám preto dochádza.

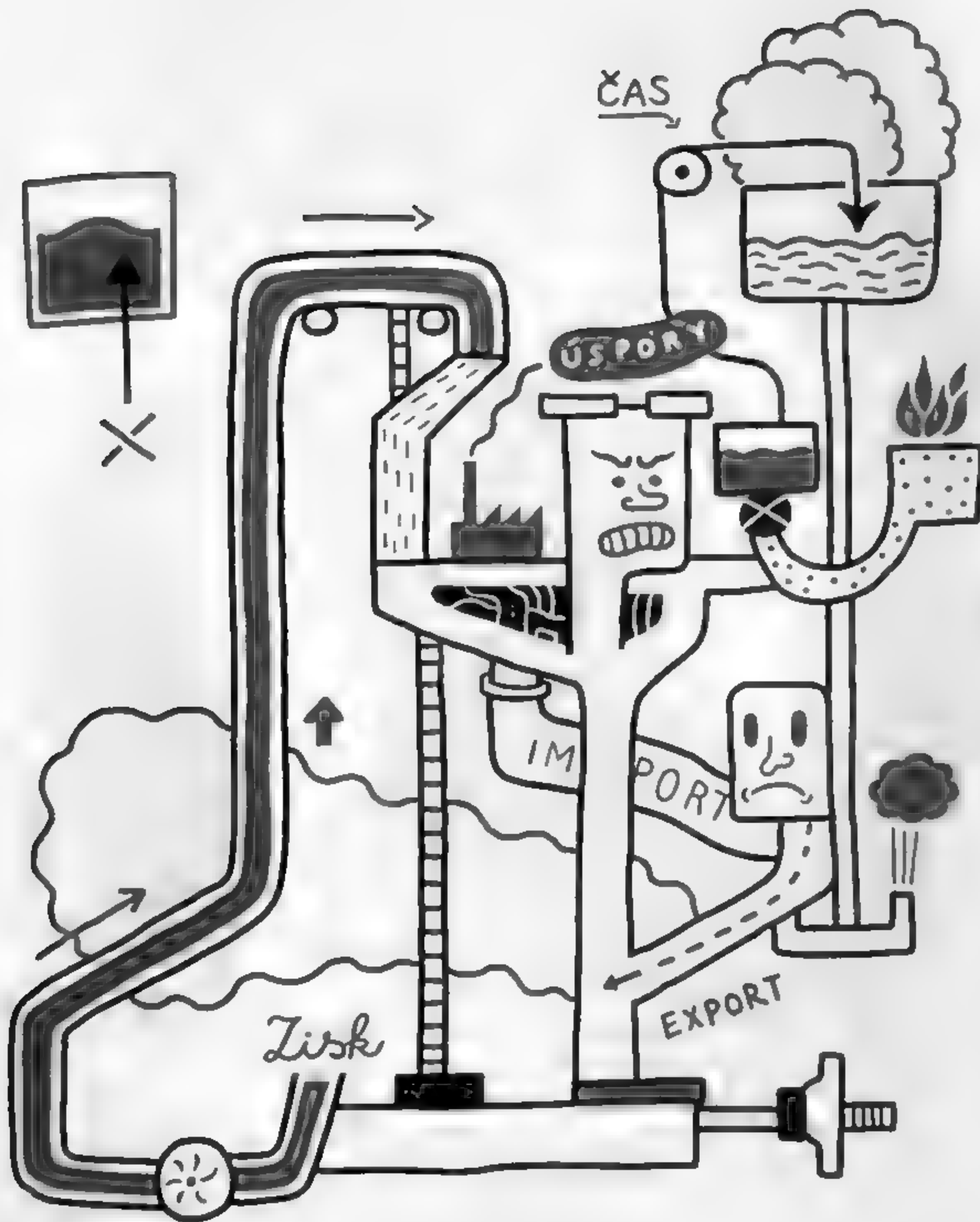




Tretí diel

# Reakcia na krízu

= Keď je liečba horšia  
než choroba





## Indukovaná spotreba – o ekonomických doktoroch, ich vede a zamestnávateľoch

Prvého amerického prezidenta Georga Washingtona zabili v decembri roku 1799 jeho vlastní lekári. Vážny zápal horných dýchacích ciest, ktorý si uhnal jazdou v daždi a snehu po svojich plantážach, liečili púšťaním krvi. Ak by nerobili nič, Washington by sa pravdepodobne z problémov dostal sám. Traja privolaní doktori sa však nemohli trápiacemu sa Washingtonovi len tak prizerať. Niečo bolo treba robiť a púšťanie krvi vtedy patrilo k obľúbeným intervenciám medicíny hlavného prúdu. Oslabený organizmus „liečbu“ v podobe odobratia viac než polovice krvného objemu v priebehu niekoľkých hodín neprežil.

Recesia je racionalizačný proces. Podobne ako pri chorobe a spustení imunitných procesov, ktoré sa prejavia horúčkou a riadeným tlmením jeho aktivity, sa aj v ekonomike pri odhalení neudržateľnosti vzorcov spotreby a chýb v produkčnej štruktúre spustia autokorekčné procesy. Napriek ich nepríjemným prejavom sú, podobne ako horúčka, potrebné na zlepšenie fungovania ekonomiky a likvidáciu minulých chýb. Ide o bolestivý proces s dočasne zvýšenou nezamestnanosťou. Dočasnosť zvýšenej nezamestnanosti vyspelých ekonomík sa po finančnej kríze však natiahla na viac než 8 rokov. Niekde sa stala chyba. Ako to, že toľko ospevovaný samovoľný, neriadený trhový mechanizmus už dávno všetko nevyriešil? Imunitnú reakciu ekonomiky narušujú ekonomickí felčiari. Politici a ich ekonómia v reakcii na to, čo sa dialo, nevydržali nečinne čakať a ničoho sa nedotýkať. Nariadili liečbu na základe mylnej diagnózy a zlých, no v odbore populárnych teórií. Pacienta síce stále nezabili, no situácii nepomáhajú. Skôr ako sa pozrieme na hlavné opatrenia, ktoré boli v reakcii na krízu prijaté, sa na chvíľu zastavme pri tom, kto tieto politiky pripravoval a implementoval.

### O ekonómoch a ich vede

*„Štát považujeme za agentúru, ktorej pozitívna pomoc je jednou z nenahraditeľných podmienok na ľudský pokrok... laissez-faire doktrína je nebezpečná v politike a nezdravá v morálke.“* Vyhlásenie o zásadách novovzniknutej Americkej ekonomickej asociácie v roku 1885, dnes najprestížnejšieho ekonomického spolku.<sup>293</sup>

## Ekonomika nie je MONIAC

*„Aplikovanie makroekonometrických modelov na otázky fiškálnej politiky je ekvivalentom používania predkoperníkovskej astronómie na vynesenie satelitu...”*

~ Arnold Kling, bývalý ekonóm Freddie Mac a rady guvernérov Fedu<sup>294</sup>

Pumpy hučia, voda symbolizujúca peniaze tečie cez vetvy rúrok a v nádržiach nadvihuje plaváky, posúvajúce nastavenia priepustov. Inžinier ešte vyrovná rozpočet vlády, nastaví sklon k úsporám, daňovú sadzbu. Cirkulujúca voda si postupne za pomoci gravitácie a asistencie bežiacich čerpadiel nájde svoju novú cestu v dva metre vysokom priehľadnom stroji. V spodnej časti môže operátor odčítať dosah zmeny na agregátne výdavky ekonomiky Spojeného kráľovstva. Phillipsov stroj,<sup>295</sup> známy v USA ako MONIAC (Monetary National Income Analogue Computer) novozélandského študenta London School of Economics a vynálezcu Williama Phillipsa, mal simulovať fungovanie ekonomiky Spojeného kráľovstva na základe vtedajších ekonomických poznatkov. Po jeho prezentácii ekonomickým profesorom na LSE v novembri 1949 si kópiu kúpili napríklad Harvard, Cambridge, Oxford alebo guatemalská centrálna banka. Dovedna sa ich postavilo 14 kusov.

### Nielen komplexný, nelineárny, ale aj dynamický systém

*„Ceny domov sa v skutočnosti v porovnaní s príjmom mediánovej rodiny zdajú byť dokonca trochu prinízke, najmä v porovnaní s cenami z konca 70. rokov.” Richard Peach – ekonóm a viceprezident newyorského Fedu na zasadnutí guvernérov Fedu v júni 2005, rok pred prasknutím bubliny na trhu amerických nehnuteľností.<sup>296</sup> Mnohým procesom v prírodných vedách síce už sčasti rozumieme, no ani to nám negarantuje schopnosť predpovedať stopercentne ich výsledky. Poznáme termodynamické zákony, na základe ktorých sa správajú všetky atómy a molekuly vody a vzduchu, ktoré tvoria hurikán. No vznik samotného hurikánu a jeho cestu presne predpovedať nevieme, vzhľadom na nespočetné množstvo interakcií často nelineárneho charakteru. Biológia je na tom ešte horšie. Ešte stále skúma, čo sa vlastne deje na úrovni jedinej bunky, nieto ešte z hľadiska hormonálnej či nervovej signalizácie na úrovni celého organizmu. Mnoho z liekov alebo liečebných postupov nemá vedecky preukázaný pozitívny účinok a prípady iatrogenézy, keď lekári svojím zásahom prevažne škodia, nie sú vôbec zriedkavé. Nevieme prečo a ako funguje placebo. Ekonómovia skúmajú ešte komplexnejšie a nestabilnejšie javy než lekári či biológovia.*

*Ekonom je v pozícii biológa, ktorý zistil, že neskúma síce komplexnú, no tisícročia sa nemeniacu bunku, ale že jej spôsob fungovania sa mení každú sekundu, minútu či hodinu. Už len toto poznanie by malo radikálne znížiť očakávania týkajúce sa toho, čo vám ekonom môže poradiť či predpovedať. Dynamická premenlivosť ekonomiky v čase je v hospodárskej politike zarážajúco ignorovaná. Ekonomovia hovoria s vážnou tvárou o konkrétnych hodnotách fiškálnych multiplikátorov, ako keby to neboli nepoužiteľné priemery unikátnych historických udalostí, ale stabilná fyzikálna konštanta. Makroekonomovia ordinujúci liečebné postupy sú v tom podobní dietológom. Odporúčania, čo jesť a čo nejесť, stoja na rovnako vratkých pozorovaniach bez znalosti kauzality ako pri hospodárskej politike. Dietológovia sú makro-ekonomovia biológie. A majú aj podobné výsledky v podobe množstva paralelne žijúcich mýtov a škodlivých odporúčení. Aj ich mylné hypotézy umierajú dekády, až s pohrebmi ich hlavných propagátorov a na nich napojených akademických a priemyselných skupín. O čo úlomkovitejšie sú poznatky expertov skúmajúcich komplexné a dynamicky sa meniace systémy, o to silnejšie sa zdajú byť ich odporúčania. Zdá sa, že to platí plošne, bez ohľadu na špecializáciu.*

Napriek potrebe určitého počiatočného mentálneho úsilia na pochopenie fungovania MONIAC-u je tento model ekonomiky úsmevne naivný. Ilustruje často neuvedomelý problém makroekonómie v podobe neprípustného zjednodušovania. Aj extrémne zjednodušujúca schéma dnes známych biologických procesov v rámci jedinej ľudskej bunky je rádovo komplikovanejšia a v nezainteresovanom človeku vyvolá pocit chaosu. Pritom Phillipsov stroj má popisovať výsledok spolupôsobenia kolónie kolónií týchto buniek, čiže ľudskej spoločnosti, v interakcii s neustále meniacim sa prostredím. Všetko by malo byť také jednoduché, ako je len možné. No ani o piad' jednoduchšie. Nejde tu o kritiku dávno zašlých ekonomických časov. Phillipsove mokré analógové počítače dnes síce zapadajú prachom na ekonomických oddeleniach alebo sú vystavované ako kuriozita, no hnutie, ktoré prezentujú, v ekonomii stále žije. Inžinierska viera v možnosť popísať fungovanie ekonomiky zjednodušeným mechanickým modelom bola určujúca na smerovanie makroekonómie posledného polstoročia. Novodobé MONIAC-y nájdete vo všetkých centrálnych bankách, na ministerstvách financií či na akadémiách vied. Namiesto škaredej priehľadnej škatule sú dnes schované v počítačoch.

Ekonomika je súhrnom interakcií samostatných, viac či menej rozmýšľajúcich a učiacich sa, slobodne konajúcich ľudí v prostredí neustále sa meniacich externých podmienok. Skôr ako stroj pripomína živý organizmus, plný komplikovaných spätných väzieb a meniacich sa nelineárnych vzťahov, ktoré vôbec nechápeme. Modely



ekonomiky používané centrálnymi bankami dávajú relatívne správne predpovede iba v časoch, keď sa nič nedeje. Namiesto zložitých modelov by sme si tak vystačili s taxikárskym odhadom na základe vývoja z bezprostrednej minulosti.<sup>297</sup> Úprimného „nevieme a vzhľadom na komplexnosť systému nikdy presne vedieť nebudeme“ však od makroekonómov počuť málo. Namiesto toho vyvíjajú ďalšie a ďalšie virtuálne MONIAC-y,<sup>298</sup> ktoré kfmia dátami z ekonomickej histórie. Oblúbený „DSGE model odstraňuje z modelu ekonomiky takmer všetku dôležitú diverzitu a neistotu, čiže charakteristiky, ktoré sú v mnohých ohľadoch podstatou samotnej ekonomiky,<sup>299</sup>“ napísala v júli 2010 Vedecko-technologická komisia amerického senátu. Tá po finančnej kríze posudzovala užitočnosť DSGE modelov,<sup>300</sup> keďže sa podľa nich riadi aj americká centrálna banka. Ekonomický profesor z MIT a nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu Robert Solow, vypovedajúc ako svedok pred komisiou, si myslí, že DSGE model „nemôže byť adekvátnym popisom národného hospodárstva“ a „premýšľavý človek čeliaci hospodárskej politike postavenej na takomto zmýšľaní má dôvod čudovať sa, na akej sa to ocitol planéte“.<sup>301</sup>

Svedectvom o užitočnosti ekonomických modelov je fakt, že som ešte nepočul o tom, že by niekto zbohatol na predpovedaní vývoja ekonomiky MONIAC-om alebo DSGE modelom. Napriek údajnej sofistikovanejosti ich súkromný sektor nepoužíva a na ich testovanie nie je ochotný riskovať vlastné peniaze.<sup>302</sup> Najbystrejší a najbohatší investori v hedžových fondoch, investičných bankách či private equity firmách nemajú oddelenia čítajúce ekonomickú literatúru o zlepšovaní DSGE modelov. Ani farmy počítačov, na ktorých beží nespočetné množstvo ich variácií. DSGE model neprešiel trhovým testom. Ako vlastné deti si ich čičikajú akademici alebo ekonómovia zamestnaní štátom na ministerstve či v centrálnej banke. Tieto modely majú vzdelávaciu hodnotu, keďže nútia ekonómov k domýšľaniu často ťažko viditeľných vzťahov medzi ekonomickými veličinami. No snaha o ich nasadzovanie v reálnom živote je nebezpečná.

**Hlavne presne! To je jedno, že zle**

„Dôjde k radikálnemu spomaleniu rastu internetu, pretože nedostatok v „Metcalfovom zákone“, ktorý hovorí, že počet potenciálnych spojení v sieti rastie proporcionálne s druhou mocninou počtu účastníkov, sa stane očividným: väčšina ľudí si nemá navzájom čo povedať! Približne v roku 2005 bude jasné, že internet nemal na ekonomiku väčší vplyv než fax.“ Asi najznámejšia predpoveď ekonóma Paula Krugmana z roku 1998, ktorý o 10 rokov neskôr získal Nobelovu cenu za ekonómiu.

Pozeráte v televízii veľkolepú kúzelnícku show v najväčšom kasíne v Las Vegas. Iluzionista otvorí nový balík žolíkových kariet a nechá náhodne vybranú osobu z publika vytiahnuť jednu kartu. Rozpačitá americká kráska si ju pozrie, ukáže na kameru a vráti ju späť do balíčka tak, aby ju iluzionista nevidel. Majster karty

poriadne premieša a vrchnú obráti. Aká je pravdepodobnosť, že to bude práve tá, ktorú vybrala žena z publika? Tipol by som, že k správnej odpovedi sa dopracuje viac taxikárov ako profesionálnych ekonómov. Pravdepodobnosť 1,85% (1/54) môže odpovedať iba človek, ktorý miluje počítanie viac ako pravdivý obraz reality. Svet nie je domáca úloha z matematiky, kde všetko pekne vychádza. Na to, aby sme pochopili spoločenské javy, treba pochopiť pohnútky ľudského konania a domýšľania toho, čo práve nie je vidieť. Nikto so zvyškom sedliackeho rozumu nemôže uveriť, že iluzionista staví svoju kariéru na udalosť s pravdepodobnosťou ani nie dve percentá. A že práve kasíno nerozumie tomu, že trik musí vyjsť, inak sa nevyhne blamáži.

Zjednodušovanie reality v ekonómii v snahe umožniť axiomatizáciou matematizáciu a zápis do rovníc vedie k rozšíreniu sofistikovaných, no nerealistických, a preto nebezpečných schém fungovania sveta. Axiomatizácia v estetickej snahe o precíznosť a exaktnosť je niekedy na škodu. Nevedie k novým objavom, skôr k odhaleniu skrytých chýb a protirečení existujúcich teórií. Nepresnosť a nejednoznačnosť je však dôležitou črtou spoločenských javov, z ktorých sa preto ich axiomatizáciou niekedy vytratí ich podstata a vzťah k realite. Zostane len komplikovaný hračkársky model pre tých, ktorí radi lúštia sudoku. Akadémia všeobecne miluje oblasti, kde sa profesori môžu predvádzať zvládnutím náročných, pôsobivých metód. Použiteľnosť či relevancia často sedia až v druhom rade. Uprednostňovanie schematizácie na úkor realistikosti modelu v makroekonómii pripomína hľadanie kľúča nie tam, kde skutočne vypadol, ale pod lampou, kde je svetlo. Hľadanie funkcie jej násilným napasovaním na historické ekonomické dáta je z podstaty vzniku použitých dát nevhodné. Takto získaná funkcia je ekonomickou históriou, nie výpoveďou o všeobecne platných zákonitostiach, ako je to pri fyzikálnych zákonoch. V čase nie je stabilná a nemôže byť použitá na predpovedanie budúcnosti. Od jej vzniku sa zmenilo toľko faktorov, ako sú napríklad príjem, vek, preferencie, očakávania, znalosti, informácie aktérov, že očakávať zachovanie vzťahu medzi sledovanými premennými je teoreticky aj empiricky nepodloženým zbožným prianím.

Makroekonómovia sú stále tak ďaleko od toho, čo je pravda, že ich predpovede kvantifikované na desatinné miesta vyprodukované ekonometrickými modelmi nesú nádych absurdnosti.<sup>303</sup> U laika vyvoláva takýto scientizmus<sup>304</sup> – tápanie zahalené do sofistikovaného jazyka vedy – ilúziu vedeckosti a dôveryhodnosti. Ideológia ekonóma pomáha redukovať mnohovečnú skutočnosť na model testovaný na „objektívnych dátach“. Vďaka tejto „vedeckosti“ svojho prístupu si potom ekonomický expert nárokuje právo manipulovať ekonomickú realitu. *„DSGE stratégia je taká atraktívna či dokonca rovno návyková, lebo umožňuje vygenerovať reakciu na podnet, ktorá je kompletne popísaná v zdanlivo vedeckých tvrdeniach. Tento model je neodolateľný zaklínač hadov,*“<sup>305</sup> hovorí makroekonóm z amerického Národného úradu pre ekonomický výskum Ricardo J. Caballero. Tak ako astrológ dal v očiach bežných ľudí svojmu bludnému záveru vážnosť množstvom zložitých prepočtov a vyhodnotením pozície množstva nebeských telies, dnes makroekonóm

svoju bezradnosť a ideologické východiská zakrýva do šiat DSGE modelov, ktoré sú pre laikov nepriehľadné. Dopyt po pseudovedeckých ekonomických predpovediach pretrváva rovnako ako záujem o horoskopy. Ľudia nemajú radi neistotu. Sú s ňou spojené nepríjemné emócie ako bezmocnosť a bezradnosť. Aj preto zvykne byť prehnaná, niekedy nepodložená sebadôvera odmeňovaná v sociálnom styku popularitou, v biznise úspechom a na partnerskom trhu sexom. Ekonóm, ktorý na otázky politika či novinára o budúcnosti často odpovedá úprimné „neviem“, príliš žiadaný nebude. Dokonca aj popularita športových prognostikov, meraná veľkosťou stáda ich nasledovníkov na sociálnej sieti Twitter, sa odvíjala viac od ich sebadôvery ako od presnosti samotných predpovedí.<sup>306</sup> Sofistikovaný, komplexný makroekonomický model pomôže ekonómovi uveriť a zabudnúť na hlinené nohy samotnej predpovede. Je potom sebavedomejší a presvedčivejší. Použitá matematika vyvoláva falošný dojem precíznosti a objektivity, pričom zakrýva subjektívne nastavené parametre. Punc vedeckosti predpovedí v očiach verejnosti odčlení od veštenia obyčajných smrteľníkov.

Ľudia majú voči ekonómom nerealistické očakávania. Svet je komplikovaný a ľudská prirodzenosť prahne po vysvetleniach a istote predpovedí. Ľudia sa pýtajú expertov a guru osobností, na ktoré možno prehodiť vlastnú nerozhodnosť a následnú zodpovednosť. S pozíciou proroka je spojený spoločenský status, do ktorého sa ochotne nafúkne ego. Rovnako ako pri ekonómoch to platí aj pre iných expertov z komplexných, dynamických systémov – lekárov, právnikov či finančných poradcov. Makroekonómia, od ktorej sa očakáva zlepšovanie fungovania spoločnosti a konkrétne návrhy hospodárskej politiky, sa falošnými prorokmi len tak hemží. „*Stav makroekonómie je dobrý*,“<sup>307</sup> napísal v súhrne vedeckého článku hodnotiaceho vývoj a vtedajší konsenzus makroekonómie jej popredný predstaviteľ Olivier Blanchard. O tri mesiace neskôr sa s vrcholiacou finančnou krízou a nástupom Veľkej recesie makroekonomický konsenzus ekonómie hlavného prúdu rozsypal.<sup>308</sup> „*Makro je katastrofou postihnutá oblasť... je to samopodporujúci sa, samooplodňujúci sa, samolúby úzky cech*,“ napísal po kríze ekonóm Arnold Kling.<sup>309</sup> Žiadnemu expertovi nemožno slepo veriť a preniesť na neho zodpovednosť za naše životy. Ani ekonómom napriek ich úprimnej snahe o vyhodnocovanie dôkazov a hľadanie pravdy. Každý má nejakú agendu. Peniaze, kariérny postup, pochlebovanie, status, citácie, Nobelova cena, popularita či zvýšenie svojej hodnoty na partnerskom trhu. Osobné ciele potom ovplyvňujú, čo experti vidia, ako to interpretujú, a dokonca aj to, čo si pamätajú. Nehovorím, že ľudia sú podvodníci. Vlastná agenda býva zväčša nevedomá, aby nehatala presvedčivosť agenta navonok. To platí aj na mňa.

Predpojatosť odborníkov a ich populárne, no zároveň mylné teórie môžu viesť k tomu, že v odhadovaní budúcnosti budú ekonómovia dokonca horší ako náhoda. Najväčšiu recesiю slovenskej ekonomiky od vzniku Slovenska, medziročný pokles hrubého domáceho produktu o 4,9% v roku 2009, nevideli prichádzať makroe-



ekonomické modely bánk, ministerstva financií, ani centrálnej banky. Ešte v treťom štvrtroku 2008 predpovedalo ministerstvo financií takmer 5-percentný rast. Chyba tak dosiahla neuveriteľných 10 percentuálnych bodov. Všetci makroekonomovia, či zo súkromných alebo z verejných inštitúcií, predpovedali koncom roku 2008, už počas zúriacej finančnej krízy, rast slovenskej ekonomiky vyšší ako 3 percentá. Napriek krachu Lehman Brothers a rečiam o návrate do stredoveku v americkom Kongrese.<sup>310</sup> Ekonómovia predpovedať recesiю nikdy nevedeli.<sup>311</sup> To im však nebráni v tom, aby to verejne stále neskúšali. „*Fed momentálne nepredpovedá recesiю,*“ povedal profesor Bernanke na slávnostnom obede spolku Ženy v nehnuteľnostiach a financiách vo Washingtone D.C. v januári 2008.<sup>312</sup> Keď tieto slová hovoril, americká ekonomika sa nachádzala už mesiac v stave, ktorý dnes označujeme Veľkou recesiю.<sup>313</sup>

Problémom nie je modelovanie ako také. Tomu sa v ekonómii nedá vyhnúť. Každá predstava o fungovaní ekonomiky je vzhľadom na vypustenie množstva detailov iba modelom. A to ani nemusí byť zapísaná vo formálnom matematickom jazyku. Všetky modely sú nepresné, no niektoré sú užitočné. Modelovanie môže viesť k lepšiemu pochopeniu reality, tak ako počítačové hry môžu zlepšiť koncentráciu, jemnú motoriku alebo reakčný čas. Vždy však treba mať na pamäti, že aj pri komplexných konštruktoch ide len o hračkárske modely. Na to sa pri zásahoch do ozajstného sveta neustále zabúda. Výsledky modelovania politici a ich ekonómovia aplikujú na trh plný ľudí z mäsa a kostí. Preto keď budete nabudúce niekde čítať, že HDP narastie o 3,45% alebo koľko percent sa nachádzame pod „potenciálnym produktom“, vedzte, že ide o veštenie, a nie ekonómiu.

## Komplex ekonóma

*„Ekonómovia majú medzi ostatnými spoločenskými vedcami auru nadradenosti, keďže vedia matematiku. Sú celkom dobrí vo vysvetlení toho, čo sa stalo po tom, ako sa to stane, no zriedkakedy predtým. Sám seba za ekonóma vôbec nepovažujem.“*

~ Daniel Kahneman, psychológ a nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu z roku 2002<sup>314</sup>

Intenzívnu matematizáciu modernej ekonómie, z ktorej sa takmer úplne vytratil verbálna podoba ekonomického modelovania, možno s trochou potmehúdskej psychologizácie interpretovať ako prejav komplexu. Ekonómia vo svojej modernej podobe mala v konfrontácii s prírodnými vedami komplex menejcennosti, čo kompenzovala úpenlivou snahou ukázať ostatným na univerzite, že aj ekonómovia sú „*ozajstní vedci*“. Aj preto začala napodobňovať fyziku preberaním jej inštrumentária. Paradoxom je, že za využívanie matematiky vo fyzike a v iných vedách možno vo veľkej miere poďakovať práve starovekým ekonómom riešiacim finančné

otázky.<sup>315</sup> Matematika bola vždy nutnou súčasťou najmä bežného ekonomického života, predpokladom na úspešné obchodovanie a na podnikateľskú kalkuláciu. Bez matematiky je nemožné pustiť sa do komplexnejších dlhodobých investičných projektov. Napríklad používanie arabských číslíc v Európe spropagoval v 13. storočí taliansky matematik Leonardo of Pisa, známy pod prezývkou Fibonacci, práve svojím finančným textom *Liber Abaci*, ktorý mal uľahčiť životy obchodníkov.

Snahy o matematizáciu ekonómie existovali od úplných počiatkov novodobej histórie tejto vedy. Ako dokladá povzdychnutie francúzskeho matematika Augustína Cournota, ktorý do ekonomickej analýzy zaviedol funkcie a pravdepodobnosť začiatkom 19. storočia: *„Existujú autori, ako napríklad (Adam) Smith a Say, ktorým sa pri písaní o politickej ekonómii podarilo uchovať všetku krásu čisto literárneho štýlu, no zároveň sú takí, ako napríklad (David) Ricardo, ktorí sa pri rozoberaní tých najabstraktnejších otázok alebo pri snahe o veľkú presnosť neboli schopní vyhnúť algebre, čo len zamaskovali aritmetickými výpočtami únavného rozsahu. Každému, kto rozumie algebraickému zápisu, je však z rovnice na prvý pohľad zrejmý výsledok, ku ktorému sme sa bolestivo a za veľkého úsilia museli prepracovať aritmeticky.“*<sup>316</sup> Koncom 19. storočia matematický ekonóm Léon Walras ašpiroval na vytvorenie fyziky sociálnych vied, ktorá by sa podobala Newtonovým zákonom. Jeho teória všeobecnej rovnováhy je krok práve týmto smerom. Ekonómia je „na prahu svojho zlatého veku“, keďže „naplno prichádza vek kvantifikácie“, prorokoval v roku 1965 popredný predstaviteľ tzv. chicagskej ekonomickej školy George Stigler,<sup>317</sup> nositeľ ceny Švédskej centrálnej banky na počesť Alfreda Nobela za ekonomické vedy z roku 1982. Rast empirického prístupu v ekonómii bol pre neho „vedeckou revolúciou prvej kategórie“. Empirický ekonomický výskum mal mať na rozdiel od ekonomických teórií zásadný dosah na hospodársku politiku. V ekonómii skutočne došlo k prevratu. Vyhrala jej fyzikálna matematizácia nad dovtedajším verbálnym modelovaním. Namiesto dôrazu na realistickú teóriu získali prednosť nerealistické modely, ktoré však po naplnení reálnymi dátami vypľuli falzifikovateľné predpovede. Titanmi tejto zmeny boli najmä Paul Samuelson<sup>318 319</sup> a Milton Friedman.<sup>320</sup> Trend posunu od teórií smerom k empirickému testovaniu hypotéz je dnes prítomný už vo všetkých spoločenských vedách.

### Intervencionistická predpojatost Samuelsonovej Ekonómie

*„Napriek tomu, v čo v minulosti verili mnohí skeptici,<sup>321</sup> je sovietska ekonomika dôkazom, že ...socialistická príkazová ekonomika môže fungovať či dokonca prekvitať,“*<sup>322</sup> napísal guru modernej ekonómie Paul Samuelson. Dobehtutie ekonomiky USA Sovietskym zväzom opakovane predpovedal v niekoľkých edíciách svojej populárnej učeb-

nice. Už vo vydaní z roku 1967 sa objavuje možnosť, že hrubý národný produkt Sovietskeho zväzu by mohol dobehnúť USA niekde medzi rokmi 1977 – 1995. Každé nasledujúce vydanie posúvalo túto prognózu o niečo viac do budúcnosti, až konečne v roku 1985 z učebnice vypadla.<sup>323</sup> Samuelson dostal Nobelovu cenu za ekonómiu práve v roku 1989, keď komunistický systém v Európe kolaboval. Sovietsky zväz sa rozpadol o dva roky neskôr. Paul Samuelson mal významný vplyv na to, čo sa dnes považuje za ekonómiu. Okrem jeho výskumnej práce k tomu prispela jeho extrémne úspešná učebnica, ktorá ovplyvnila zmýšľanie tisícov mladých ekonómov. Učebnica *Ekonómia* má od prvého vydania v roku 1948 už 19 edícií, bola preložená do 41 jazykov a predalo sa jej viac ako 4 milióny kusov. „Nech píšú národu zákony, keď ja môžem písať jeho učebnice,“ komentoval Samuelson svoj vplyv na poli ekonomického vzdelávania<sup>324</sup> parafrázou známeho Rothschildovho výroku o reálnej moci toho, kto kontroluje množstvo peňazí v ekonomike.

Zaujímavá nie je ani tak samotná chyba v predpovedi, ako predpojatosť, ktorú odhaľuje. Nešlo o jednorazové precenenie schopností ekonomických plánovačov, ktoré by kompenzovali iné omyly, pri ktorých Samuelson naopak precenil schopnosti trhu. Pre Samuelsonovu *Ekonómiu* je charakteristická dôvera v ekonomických doktorov pri riadení ekonomiky a nedôvera v centrálne neriadené trhové procesy. Rovnako je viera v schopnosť sociálnych inžinierov-ekonómov – zlepšovať fungovanie ekonomiky kľúčová pre modernú ekonomickú vedu. Klasický ekonomický prístup – nechajme ich na pokoji – laissez-faire – a všetci sa budeme mať lepšie, nedáva príliš veľa priestoru pre ekonomických doktorov. „Súkromná ekonomika je ako stroj bez efektívneho volantú alebo správcu,“ napísal Samuelson v prvom vydaní svojej učebnice. „Kompenzačná fiškálna politika sa pokúša zaviesť takéhoto správcu či termostatické kontrolné zariadenie.“<sup>325</sup> Na riadenej socialistickej ekonomike preto v očiach intervenujúceho ekonóma jednoducho muselo byť niečo dobré. Bez ohľadu na to, čo hovorila pochmúrna realita. Ludwig von Mises, predstaviteľ „rakúskej“ ekonómie, ktorá je dnes s obľubou hanlivo nálepkovaná ako „literárna“, nemožnosť racionálnej ekonomickej kalkulácie teoreticky popísal už v roku 1920. Neúspech centrálne riadenej ekonomiky predpovedal dva roky pred samotným vznikom Sovietskeho zväzu v práci *Ekonomická kalkulácia v socialistickom spoločenstve*.<sup>326</sup>

Ťažko niečo namietat proti matematike ako takej. Tá je len nástrojom, jazykom, v ktorom sa dá vyjadriť argument často jasnejšie a prehľadnejšie než v slovách.



Každý dostatočne jasný a špecifický argument je nutne aj matematikou. No nie každým jazykom sa dá popísať všetko. Ekonómia má oveľa bližšie k filozofii než k fyzike. Novodobý dôraz na využívanie komplexnej matematiky síce zvyšuje sebavedomie ekonómov a iných spoločenských vedcov, no mnohokrát je použitie matematiky kontraproduktívne a zavádzajúce. Vytrácajú sa podstatné detaily a vytvára sa ilúzia predikovateľnosti. Zázračný účinok matematiky pri získavaní rešpektu v humanitných vedách ilustruje výskum,<sup>327</sup> v ktorom nechali absolventov vysokoškolského štúdia so skúsenosťami v čítaní vedeckých článkov, aby ohodnotili kvalitu dvoch z nich iba na základe prečítaného abstraktu. Náhodne vybrať časti respondentov na koniec jedného z dvoch skúmaných abstraktov (jeden zo sociologického článku a druhý z evolučnej antropológie) prilepili vetu, ktorá obsahovala v kontexte nezmyselnú matematickú rovnicu, vybranú z iného článku. Táto veta, obsahujúca magické slová „*matematický model*“, a vo svetle zvyšku textu nezmyselné derivácie, zásadne zvýšili hodnotenie kvality článku u väčšiny respondentov. Čaro nezmyselného použitia však nezapôsobilo na absolventov matematických a technických smerov, u ktorých vložená veta nemala vplyv na hodnotenie kvality článku.

### Iná, ale predsa veda...

Veľká recesia po polstoročí „*zlatého veku ekonómie*“ ekonómov zaskočila. Neschopnosť identifikovať prichádzajúcu krízu až do momentu jej prepuknutia a adekvátne na ňu reagovať vyvolala otázky o jej užitočnosti. Uštipačné poznámky v tomto duchu si neodpustila ani britská kráľovná pri návšteve akademikov prestížnej London School of Economics. „*Ako je možné, že si to nik nevšimol?*“ pýtala sa.<sup>328</sup> Spýtate sa dvoch ekonómov na príčinu nejakého makroekonomického javu a oni vám dajú tri odpovede. Tento populárny vtíp ilustruje názorovú nejednotnosť ekonómov, ktorá na rozdiel od prírodných vied nemá badateľnú tendenciu zmenšovať sa v čase. Protichodné hypotézy v makroekonómii paralelne popri sebe prežívajú storočia. To, že dvaja rovnako inteligentní a vzdelaní ekonómovia môžu mať na nejaký ekonomický jav opačný názor, vedie mnohých k nihilistickému záveru, že ekonómia ani nemôže byť veda. Ekonómia je veda. Na jej základe sa dajú urobiť konkrétne predpovede, ktoré zlepšujú náš život. Tie sú však skôr kvalitatívneho ako kvantitatívneho charakteru. Napríklad ak štát stanoví strop na nájomné, na základe ekonomickej analýzy vieme, že výsledkom bude nedostatok nájomného bývania. Existujúci prenajímatelia budú kompenzovať straty z netrhovo nízkeho nájomného obmedzovaním investícií do nehnuteľností a znižovaním kvality bývania. Povedať však, koľko presne bytov či nájomných domov sa vďaka takejto intervencii nepostaví, je nemožné. Výstavba závisí od množstva známych a neznámych, nepredpovedateľných premenných. Odpoveď na túto otázku preto už nie

je vedou, ale viac či menej informovaným hádaním. Rovnako ako pri predpovediach HDP, inflácie alebo optimálnej výšky fiškálneho stimulu. Ekonómia je okrem toho užitočná v odstraňovaní mnohých mylných stereotypov a intuícii verejnosti. Na rozdiel od fyziky a iných prírodných vied ekonómia však nikdy nebude exaktnou vedou. Popisuje z podstaty iné javy. Namiesto neutrín, atómov, molekúl či neživých objektov skúma interakcie vedomých, konajúcich, neustále sa učiacich ľudí. A to veci radikálne komplikuje a vyžaduje inú metodológiu a nástroje skúmania.

Ak fyzikovi spadne na hlavu jablko, pozorovaním pomerne jednoducho odizoluje všetky nepodstatné premenné, čo mu pomôže odkryť príslušný kauzálny vzťah a identifikovať páchatela – gravitačnú silu. Opakovaním experimentu takmer dokonale presne zmeria jej veľkosť. Môže si byť pomerne istý, že tá istá sila, čo na všetky objekty pôsobila včera, bude pôsobiť aj zajtra či za rok. Jablko bude padať rovnako, či tam bude fyzik sám, alebo so svokrou, či bude najedený, smutný, starý alebo mladý, či bude keynesián alebo kresťan. Fyzik skúma systémy, v ktorých vzťahy zostávajú stabilné a kde sa relatívne ľahko dajú robiť pokusy so zafixovaním všetkých dôležitých premenných. Povedané inak, pôsobí v prostredí, v ktorom je relatívne nízka kauzálna hustota.<sup>329</sup> Áno, ani tu to nie je celkom jednoduché a aj tu existujú chyby. Napríklad na rovníku hodíte granátom ďalej ako na južnom póle. A to nielen preto, lebo vám neprimrzne k dlani, ale pôsobením o niečo slabšej gravitačnej sily. No v spoločenských vedách je hľadanie kauzality principiálne komplikovanejšie. V ekonómii nie sú možné kontrolované experimenty, a preto nikdy nebudú použiteľné niektoré metódy prírodných vied. Spoločenské vedy skúmajú interakciu obrovského množstva samostatne konajúcich ľudí, ktorí sa navyše v čase neustále menia, učením a adaptáciou na meniace sa prostredie. Pre vysokú kauzálnu hustotu v ekonómii zohráva dedukcia s analýzou základných princípov ľudského konania dôležitejšiu úlohu ako indukcia. Nestojí na empirických základoch, ale na a priori východiskách, ktoré naplňa empirickým obsahom. Podobne ako v logike alebo v matematike sa tu nebáda empirickým pozorovaním, ale ekonómia empirickému pozorovaniu predchádza a určuje jeho interpretáciu. Ekonómia je logikou konania.<sup>330</sup>



### ...iné metódy

Dajme tomu, že ekonóm si všimne, že vzrástla nezamestnanosť. Na rozdiel od padajúceho jablka môže mať tento jav milióny dôvodov. Jeden ekonóm to pripíše dopytovému šoku z dôvodu poklesu nominálnych príjmov, iný zvýšeniu minimálnej mzdy a ďalší likvidácii chybných investícií z časov boomu vyvolaného zlými peniazmi. K rovnakým dátam bude každý pristupovať svojou interpretáciou závislou od predchádzajúceho presvedčenia. Keďže v ekonómii z princípu nemôžeme spraviť experiment, kde zafixujeme všetky ostatné okrem sledovanej premen-

nej, empirickým pozorovaním nikdy nemôžeme nadobro rozhodnúť, kto z nich má pravdu. Vzhľadom na komplexnosť ekonomických javov môžu mať empirické „dôkazy“ v ekonómii nespočetne veľa alternatívnych a často protirečivých interpretácií. Jedno pozorovanie tak môže podporovať protichodné teoretické vysvetlenia. Ak si niekto náhodou na ulici nezoberie nami ponúknutých 100 eur „zadarmo“, nevyvrátili sme naveky hypotézu, že ľudia konajú vždy tak, aby zlepšili svoju situáciu. Mylná predpoveď iba poukazuje na prítomnosť iných obmedzujúcich vplyvov alebo aplikovanie teórie na zlom mieste. Napríklad že bankovku ponúkame slepému, hluchému alebo plachému.

Dokazovať ekonomické zákony empiriou je ako dokazovať Pytagorovu vetu meraním strán konkrétnych pravouhlých trojuholníkov. Ak nám výpočet náhodou nevyjde, nepovieme, že sme vyvrátili Pytagorovu vetu. Pravdepodobne sme spravili chybu v meraní alebo to, čo meriame, nie je pravouhlý trojuholník. Alebo sme v inej sústave, kde je Pytagorova veta nezmyselná.<sup>331</sup> Rovnako ak zvýšenie minimálnej mzdy nevedie v nejakom konkrétnom prípade k merateľne vyššej nezamestnanosti, neznamená to, že sme dokázali, že cenový strop nemá efekt na kvalitu a množstvo dopytovanej práce. Minimálna mzda môže byť príliš nízka na to, aby bola efektívna. Alebo zamestnávateľ môže jej efekt kompenzovať zvýšením pracovného zaťaženia zamestnanca alebo znížením nepenažných benefitov, ako je množstvo pracovných školení<sup>332</sup> alebo napríklad aj teplota v pracovnej hale. Ak s poklesom ceny klesne dopytované množstvo, prehodnotí empirický ekonóm klesajúci charakter krivky dopytu? Nie, primárne hľadá iné príčiny, ktoré môžu v danom konkrétnom prípade vysvetliť to, prečo sa realita nespráva podľa jeho teoretického modelu. Uvažuje nad možnou zmenou preferencií, objavením sa nového substitučného produktu alebo posunom v príjmoch spotrebiteľa.

### Empirickí vtedy, keď sa to hodí

*Ekonómovia nie sú až takí empirici, ako by sa podľa ich vyjadrení mohlo zdať. Neempirickú podstatu ekonomických teórií odhalili pokrízové opatrenia a nenaplnené očakávania ich efektov, ktoré neviedli ku korekcii hypotéz bádateľov o fungovaní ekonomiky. Pri obhajovaní takmer 800-miliardového protikrízového Amerického programu na obnovu a reinvestície<sup>333</sup> začiatkom roka 2009 Obamovi keynesiánski ekonómovia strašili daňových poplatníkov rastom nezamestnanosti. Ak by tento stimul z verejných financií neprešiel, nezamestnanosť mala narásť v roku 2010 až na 9 percent. Fiškálny stimul ju mal udržať na 8 percentách.<sup>334</sup> Program prešiel. No napriek implementácii fiškálneho stimulu dosiahla nezamestnanosť v roku 2010 nakoniec až 10 percent. Je na základe tohto empirického dôkazu v podobe mylnej eko-*



*nomickej predpovede definitívne vyvrátená keynesiánska teória blahodarného vplyvu štátnych výdavkov na ekonomickú aktivitu v recesii? Keď realita ukazuje, že štátne výdavky škodia ekonomike a zvyšujú nezamestnanosť? Také jednoduché to v ekonómii nie je. Sami keynesiáni tvrdia, že chybná nie je ich teória, ale jej implementácia a interpretácia dát. Jedni tvrdia, že stimul bol primalý, druhí, že išiel do zlých odvetví, a tretí, že prišiel neskoro. No neexistuje stimul, na ktorý by sa následne po jeho uskutočnení nedali použiť presne tieto isté námietky. Experiment, ktorý by nadobro pochoval túto ekonomickú hypotézu, sa nedá ani predstaviť, nieto ešte zrealizovať. Potom je však ťažko možné empiricky vyvrátiť presvedčenie, že verejné výdavky zachránia agregátny dopyt. Napriek sľubom vernosti empirii v modernej ekonómii sa na skutočnú empiriu v ekonomickej vede a hospodárskej politike zas až tak nehľadí.*

Absencia obstojných empirických dôkazov v ekonómii neznamena, že ekonóm je nutne bezradný, ponechaný napospas svojim intuíciam a stereotypom. Tam, kde nie je možné nechať rozhodnúť komplexný svet, ostáva stále logika. Konkurujúce si ekonomické teórie môžeme posudzovať na základe logickej konzistentnosti reťaze argumentov, z ktorých sú poskladané. Základným stavebným kameňom všetkých ekonomických argumentov sú a priori súdy, ktorých pravdivosť ďalej neskúmame, keďže sme o nej presvedčení. Podobne ako v matematike pri počítaní vychádzame z toho, že jeden plus jeden sú dva. Toto východisko nevyvráti ani empirické pozorovanie toho, ako zmiešaním jedného litra vody s jedným litrom alkoholu získame iba 1,9 litra tekutiny. Prekvapivý výsledok vedie k bádaniu po iných, doplňujúcich vysvetleniach javu, ako je napríklad rozpustnosť alkoholu vo vode, a nie k prehodnoteniu samotného a priori. Práve a priori axiómy v ekonómii nám umožňujú nielen kvantitatívne poznanie okolitých javov, ale aj uchopenie ich podstaty, čo by malo byť jedným zo základných cieľov ekonomického akademického snaženia.<sup>335</sup> Dôležitejším krokom v ekonomickom bádani je porozumenie ľudského konania ako hľadanie korelácií medzi agregovanými ekonomickými indikátormi. Pozorovať autobusovú stanicu<sup>336</sup> v rušnom meste a hľadať korelácie medzi počtom ľudí a napríklad počtom prítomných autobusov nám v chápaní toho, čo sa deje, príliš nepomôže. Ak však vieme, že ide o ľudí, konajúcich aktérov, ktorí sa snažia dosiahnuť svoje ciele, čiže dostať sa do alebo z roboty, potom pochopíme zvýšenú aktivitu na stanici v ranných a večerných hodinách a prázdno v deň pracovného pokoja nás neprekvapí.

Ľudia majú slobodnú vôľu, teda aspoň sa nám to tak zdá na základe našej introspekcie. Nasledujú vlastné ciele, ktoré sa líšia nielen medzi jednotlivcami, ale v čase dokonca aj u tých istých ľudí. Práve subjektivita konania robí em-

píriu v ekonómii takou bezmocnou. Ignorovanie subjektívnej podstaty konania a subjektívnej hodnoty rôznych ekonomických statkov bráni aj mnohým laikom pochopiť podstatu fungovania základných ekonomických javov. Na trhu si dve osoby vymenili kilogram jablák za kilogram hrušiek. Empirické pozorovanie bez teoretickej interpretácie nám o tejto výmene nepovie nič ekonomicky zaujímavé. Z tohto uhla pohľadu vidno iba nezmyselnú výmenu, podobnú detskej hre alebo žonglovaniu. Bez teórie a a priori súdov, len na základe pozorovaného môžeme mylne usúdiť, že kilogram jablák má rovnakú hodnotu ako kilogram hrušiek, a preto sa z hľadiska blahobytu zúčastnených nič nezmenilo. Pritom práve rozdiel v subjektívnych hodnotách týchto statkov je kľúčovou príčinou, prečo k výmene vôbec došlo. Vďaka rozdielnemu vnímaniu hodnoty tých istých jablák a hrušiek u dvoch rozličných ľudí tento jednoduchý obchod umožnil zvýšiť blahobyť oboch aktérov.

Populárne opovrhovanie využívania dedukcie v modernej ekonómii zhrnul Paul Samuelson: *„Každá veda je postavená jednoznačne na indukciu – na pozorovaní empirických faktov... Dedukcia hrá nie veľmi dôležitú úlohu v preklade istých empirických hypotéz do ich, logických ekvivalentov“*.<sup>337</sup> Ako už bolo spomenuté, práve on bol jednou z najdôležitejších postáv revolučnej zmeny „politickej ekonómie“ na modernú, empiriu oslavujúcu, matematickú ekonómiu. Na prekvapenie mnohých moderných matematických ekonómov, ktorí nepovažujú dedukciu za dôležitý nástroj ekonomického bádania, sa však bez apriórnych súdov nezaobídu ani prírodné vedy. Matematika je celá vystavaná z a priori súdov. Ak fyzik predpokladá, že aj zajtra vyjde slnko alebo za mesiac bude jablko zo stromu padať rovnakým smerom ako dnes, potom vedome či nevedome používa a priori súd časovo konzistentnej kauzality. Tak ako aj všetci ostatní prírodní vedci. Napríklad zákon tranzitivity (ak A patrí B a B patrí zároveň C, potom A patrí C), ktorý je využívaný v skúmaní každej vedy, nie je empirický induktívny súd, ale a priori. Hypotéza, východiská, dôkaz, to všetko sú apriórne kategórie, bez ktorých sa nedá vôbec vedecky bádať či robiť empirický pokus. Vedec nič nezmeria a výsledky merania nemôže testovať na koreláciu s ničím iným, ak nemá apriórne koncepty alebo kategórie toho, čo chce merať.<sup>338</sup> V tejto súvislosti je vhodné pripomenúť si slová asi najznámejšieho predstaviteľa vedy, na ktorú sa Samuelsonova ekonómia posledného pol storočia tak urputne chce podobať. Vedecká ikona 20. storočia Albert Einstein tvrdí: *„Neexistuje induktívna metóda, ktorá by mohla viesť k objaveniu základných konceptov vo fyzike... V omyle sú teoretici, ktorí sa domnievajú, že teória vzniká induktívne zo skúseností“*.<sup>339</sup>

To neznamená, že dobrý ekonóm by mal žiť so zavretými očami, zapchatými ušami, utiahnutý doma v kresle dumajúc iba s ceruzkou a papierom. Skúmať v ekonómii bez empirie je ako študovať štruktúru kryštálu bez hmoty, ktorá ho vytvorí. Iba empiria plní apriórne súdy obsahmi, tak ako hmota plní kryštalickú mriežku pri tvorbe samotného kryštálu. Logika ľudského konania – praxeológia, je bez empirie prázdna. Empiria bez praxeológie je slepá.<sup>340</sup> Pozorovanie ľudského konania nás smeruje k tomu, čo je dôležité a zaujímavé na skúmanie, a ilustruje,

či sa nám ho darí pochopiť alebo nie. Empíria odhalí význam a váhu teoreticky popísaných javov vo svete okolo nás. Poukáže na vhodnosť aplikovaných teórií a ich obmedzujúce podmienky. Štatistická analýza odhalí javy, ktoré zatiaľ nemajú teoretické vysvetlenie alebo sa priečia doterajšiemu chápaniu sveta. Motivuje preto k ďalšiemu bádaniu a rozširovaniu teoretického rámca.<sup>341</sup>

### Neznesiteľná ľahkosť odporúčení pre hospodársku politiku

*„Ten druh ľudí, ktorý vyžaduje, aby štát prijal a vynucoval jeho nápady, je vždy tým druhom ľudí, ktorý má idiotské nápady.“*

~ H. L. Mencken<sup>342</sup>

Minulé pokusy riadiť spoločnosť „vedecky“ sa skončili množstvom mŕtvol. Problém je v tom, že mnohí ľudia si mýlia vedu s presným a vyčerpávajúcim popisom existujúcej reality. Veda nie je pravda. Veda je len štruktúrovaná a sofistikovaná diskusia o pravde. Navyše pokrýva len zlomok reality našich životov. Táto diskusia sa neustále prehľbuje a posúva. No ešte vôbec nevieme, „ako to je v skutočnosti“ a už vôbec nie v spoločenských vedách. Už v roku 1988 si Friedrich Hayek povzdychol, že *„podivnou úlohou ekonómie je demonštrovať ľuďom, ako málo toho naozaj vedia o niečom, o čom sú presvedčení, že vedia zostrojiť“*.<sup>343</sup> Taká pokora je v ekonomickej profesii vzácna. Väčšina ekonómov je presvedčená o tom, že práve na ich chrbte leží zodpovednosť za ekonomiku. Človek sa až čuduje, ako je možné, že priemyselná revolúcia sa uskutočnila skôr, ako vznikla moderná ekonómia. Pritom k ekonomickému pokroku dochádza často napriek ekonómom a nie vďaka nim.

Na dramatický nepomer medzi tým, čo vieme, a tým, o čom nemáme ani tušenia, sa ľahko zabúda v akademickej izolácii relatívne pohodlného zamestnania univerzitného profesora. Vedec obklopený počúvajúcimi študentmi, úslužnými asistentmi, obedujúci v „táckarni“ s váženými kolegami, môže nadobudnúť presvedčenie, že na poli pochopenia fungovania spoločnosti sme už takmer vyhrali. A ak náhodou ešte nie, isto už vieme dosť na to, aby sme mohli spoločnosť zlepšovať a riadiť životy ostatných. Identifikuje spoločenské problémy a ochotne rozdáva rady, ako ich riešiť. Krízu, ktorú nevidel prichádzať, by vyriešil na počkanie, len mu treba dať do rúk neobmedzenú moc nad peniazmi a fiškálnou politikou. Ide o ilúziu. Kto nemusí platiť cenu za svoje chyby, môže ľahko živiť presvedčenie o vlastnej neomylnosti. Akademickým ekonómom, ktorí v centrálnych bankách alebo na ministerstvách ovplyvňujú miliónové trhy, však väčšinou chýba skúsenosť s následkami vlastných chýb. V školách a v akadémii súťažia o priazeň, nie o finančné prežitie. Napriek množstvu zásadných nezhôd medzi makroekonómami sú stávky medzi jej poprednými predstaviteľmi extrémne vzácne. Spätná väzba reality nie je neideologická. Tvrdíte, že gravitácia neexistuje? Nech sa páči, tu máme priepasť, otestujme



vašu hypotézu. Vaše gény nepostupujú do ďalšieho kola hry s názvom evolúcia. Aká je spätná väzba pri ignorovaní prichádzajúcej ekonomickej katastrofy šéfom centrálnej banky? Funkcia na ministerstve financií? Pokusnými králikmi v experimentoch na testovanie ekonomických hypotéz nie sú samotní ekonómovia, ale my všetci. Namiesto toho, aby ekonóm podľa svojho presvedčenia riadil svoju rodinu a ľudí, ktorých sa mu podarí o svojej pravde presvedčiť, použije na testovanie ekonomických hypotéz štát. Na rozdiel od spomínaného skoku do priepasti v ekonómii s chybnou hypotézou nezmiera aj jej nosič. Naopak, omyl zhoršuje život všetkých ostatných. Ochrana ekonómov od dôsledkov ich odporúčaní umožňuje prežívanie mylných teórií a bráni v procese učenia sa.<sup>344</sup>

### Chyby na cudzí účet

„Vzhľadom na extrémne nízku pravdepodobnosť bankrotu GSEs (Fannie Mae a Freddie Mac, pozn. autora) sú očakávané náklady expozície proti nesolventnosti GSE relatívne nízke, a to i napriek veľmi veľkému existujúcemu GSE dlhu a predpokladu, že štát bude niesť náklady celkového GSE dlhu v prípade ich nesolventnosti,<sup>345</sup> napísal v roku 2002, rok po tom, ako dostal Nobelovu cenu za ekonómiu, ekonóm Joseph Stiglitz. Výsledky vlastného ekonometrického modelu publikoval v správe vypracovanej pre Fannie Mae a jej štátneho regulátora.<sup>346</sup> Analýza, na ktorej sa podieľali aj ekonómovia bratia Orszagovci, mala posúdiť riziká pre amerických daňových poplatníkov, vyplývajúce z podnikania týchto pseudosúkromných hypotekárnych agentúr. Očakávané náklady pre štát spojené s explicitnou garanciou jedného tisíca miliárd dolárov dlhu GSE boli podľa nich iba 2 milióny dolárov, čiže 0,0002 percenta. „Na základe historických skúseností je riziko pre štát z potenciálneho defaultu GSE dlhu efektívne nula.“<sup>347</sup> Následná krízová realita nepotrestala týchto ekonómov, ktorí takéto odvážne tvrdenia podpísali, ale daňových poplatníkov. Fannie a Freddie skolabovali a musel ich prebrať štát, ktorý na záchranu použil stovky miliárd dolárov verejných peňazí. Stiglitz v roku 2010 napísal knihu o kríze „Voľný pád“, kde okrem kritiky voľného trhu tvrdí, že ako jeden z mála predpovedal príchod krízy dlho pred jej vypuknutím.<sup>348</sup> Ďalšieho spoluautora štúdie Petra R. Orszaga si za riaditeľa pre rozpočet do Bieleho domu vybral nový prezident Obama. Neskôr sa zamestnal v štátom zachránenej Citigroup, kde zarábala 4 milióny dolárov ročne.<sup>349</sup>

## Rakúska tabletka

Komplexné systémy ako biológia alebo ekonómia majú spoločnú vlastnosť. Nezvládajú dobre intervencie prehnane sebavedomých expertov. Americký chlapec, volajme ho David, trpel na nedostatočnú funkciu nadobličiek.<sup>350</sup> Jeho telo nevedelo udržať dostatok sodíka, čo viedlo k jeho chronickému nedostatku v organizme. Mal preto obrovskú chuť na soľ. Už keď mal jeden rok, začal ju olizovať z keksov. Jedno z jeho prvých slov bolo práve „soľ“. Neskôr začal soľ jesť priamo zo soľničky a rodičov v noci budil buchot, ako sa malý David snažil vyšplhať na stoličku a dostať sa do kuchynskej skrine, kde bolo ukrytá. Rodičia síce chutiam malého chlapca nerozumeli, ale keďže videli, aká dôležitá je pre neho soľ, tak mu v jej konzumácii nebránili. Robili dobre, keďže konzumácia veľkého množstva soli bola pre neho jedinou šancou na život. Keď mal David tri a pol roka, hospitalizovali ho v nemocnici. O sedem dní tam zomrel. Napriek tomu, že mu lekári v krvi zistili nízky obsah sodíka, neumožnili mu konzumáciu dostatočného množstva soli. Málo soľená nemocničná strava mu nechutila a po kŕmení nasilu väčšinu z nej vyvrátil. Osvedčené postupy získania soli v domácom prostredí tu nefungovali. Expertom sa podarilo Davida zabiť obmedzením jeho prístupu k soli. Stačilo pritom malého Davida jednoducho nechať jesť to, čo chcel.

Keďže ekonomika je komplexný, dynamický systém, ktorému ekonómovia stále poriadne nerozumejú, prístup v hospodárskej a monetárnej politike by mal byť podobný kedysi platným pravidlám v medicíne. Prvým, základným pravidlom by malo byť nikomu neublížiť. A to vo väčšine prípadov znamená prístup „laissez-fair“ – teda „nechaj to na pokoji“, obhajovaný rakúskou ekonomickou školou. Odstraňovanie intervencií je väčšinou lepším riešením ako zavádzanie nových. Každý nový zásah môže vyvolať kaskádu negatívnych efektov, ktoré vzhľadom na prepojenosť systému, množstvo vzájomných interakcií a navzájom sa posilňujúcich vzťahov nemôžeme dopredu poznať. V spoločnosti by nekonečnú reťaz rozhodnutí medzi dobrým a zlým mali robiť najmä samotní ľudia, ktorí musia následne niesť následky svojich rozhodnutí. Z tohto procesu dobrovoľnej, centrálne neriadenej trhovej interakcie následne akoby zázrakom vzniká poriadok. Spontánne vzniknutý systém robí množstvo malých, lokálne obmedzených chýb. Tie však nepretrvávajú, keďže ich nositelia automaticky strácajú moc ďalej ovplyvňovať svet okolo seba, priamo úmerne tomu, ako neefektívne veci podnikajú. Naopak, snaha o centrálné riadenie spoločnosti prináša potenciál obrovských, dlhodobo pretrvávajúcich chýb ovplyvňujúcich veľkú časť systému. Malá skupina omylných ľudí má moc presadiť svoje videnie sveta na zvyšok spoločnosti, pričom je izolovaná od nákladov svojich zlých rozhodnutí. Dane z tuku postavené na pol storočia expertmi živom mýte,<sup>351</sup> že saturované tuky zvyšujú riziko kardiovaskulárnych ochorení, majú motivovať ľudí konzumovať umelo vyrobené stužené rastlinné tuky. Tým doslova zabíjajú tisíce ľudí.<sup>352</sup> Vedecké hypotézy zabíjali aj vo Veľkej hospodárskej

kríze. Americký štát na základe pochybných ekonomických teórií skupoval a ničil potraviny či platil za zaorávanie úrody v snahe zabrániť poklesu cien. Hospodárska politika teda nielenže bránila prirodzeným korekčným mechanizmom trhového systému, ale aktívne ničila existujúce bohatstvo. V roku 1933, v čase, keď ľudia hladovali a množstvo detí trpelo chorobami z podvýživy, americká vláda kúpila a následne zničila napríklad 6 miliónov prasiat.<sup>353</sup> Zároveň nariadila zaoranie úrody na 10 miliónoch akrov pôdy.<sup>354</sup>

### O politikoch, pre ktorých ekonómovia pracujú

*„Ak chceš ľuďom pomôcť, tak im povedz pravdu. Ak chceš pomôcť sebe, povedz im to, čo chcú počuť.“*

~ Thomas Sowell

### Nesmriteľný politický romantizmus

Pri snahe riešiť krízu bolo výnimočne jasne vidieť rozdiel medzi vnímaním politiky zo strany obyvateľstva a reálnou politikou. Romantická predstava o politikoch ako služobníkoch ľudu, ktorí ignorujú vlastné individuálne motivácie, získala mnohé trhliny. *„Prečo Grécko neodmietlo finančnú pomoc, a radšej nevyhlásilo bankrot pri obrovských dlhoch voči zahraničným bankám?“* počúvam často na diskusiách. Grécko neexistuje. Sú len grécki občania a grécki politici. Ich záujmy sa niekedy prekrývajú a inokedy nie. Vzhľadom na existenciu relatívne dlhého volebného obdobia a izoláciu od negatívnych dosahov svojich rozhodnutí si politici môžu dovoliť pomerne často ignorovať verejný záujem. Všetci ľudia reagujú na osobné motivácie, ako je maximalizácia finančných príjmov, moci či slávy pre seba, svoju rodinu a pre svojich známych. Aj politici sú iba ľudia. Nemôžeme automaticky predpokladať, že „blaho krajiny“ bude pre väčšinu politikov na prvom, druhom či na treťom mieste. V slovách a v sľuboch pred voľbami určite, v činoch po voľbách už výrazne menej.

Grécky socialistický minister obrany z rokov 1996 – 2001 a minister rozvoja 2001 – 2004 Akis Tsochatzopoulos dostal 8-miliónový úplatok za nákup nemeckých ponoriek vo výške 2,5 miliardy eur, za čo bol v roku 2011 obvinený a v roku 2013 odsúdený. Jeho strana PASOK, ktorej bol spoluzakladateľom, vyjednávala vo vláde zahraničnú pomoc pre krajinu v krízovom období. Záujmy gréckeho ľudu v jeho preferenčnej škále boli asi niekde medzi zdravím jeho psa a spokojnosťou s farbou jeho novej aténskej vily na úpätí Akropolisu.<sup>355</sup> Demokratický romantizmus je prekvapivo rozšírený. Dospelí, v bežnom živote drsne pragmatickí ľudia, ktorí neváhajú spochybňovať nezištnosť konania členov



vlastnej rodiny, očakávajú, že politici budú presadzovať verejný záujem aj na úkor vlastných individuálnych motivácií. Politický romantizmus nevedia nadobro zabíť ani opakované trpké sklamanie z konkrétnych, predtým obľúbených politikov. Očakávanie príchodu toho „pravého“ a ochota opäť uveriť sú nesmrteľné. Absencia učenia sa a vysoký emočný náboj spojený so sledovaním politického procesu poukazuje na to, že u verejnosti pri politických záležitostiach nejde o chladné, racionálne správanie, ale skôr o vieru. Viera v politický proces nielenže využíva rovnaké psychologické mapy ako náboženstvo, ale pravdepodobne aj naplňa podobné duševné potreby.

Ľudia tak veľmi milujú istoty, že sú ochotní prehliadať ich falošnosť. Psychologické štúdie ukazujú, že vo vysoko komplexnom prostredí plnom neistoty, v ktorom je náročné sa orientovať a kde chronicky chýba pocit osobnej kontroly nad situáciou, čo je aj príklad fungovania spoločnosti, ľudia hľadajú authority, ktorým chcú skutočne veriť.<sup>356</sup> Čím menej má človek dojem, že sa vie sám brániť a kontrolovať svoje prostredie, o to ľahšie uverí, že ho ochráni benevolentný boh alebo štát. Politici ako zosobnenie štátu tak vo vnímaní voličov hrajú skôr úlohu farára než úlohu manažéra. To je dôležitý rozdiel, ktorý v chápaní politického procesu a jeho výsledkov mnohé vysvetľuje. Akcionári si dobre uvedomujú existenciu osobných motivácií dosadených manažérov a adekvátne tomu upravujú svoje očakávania a nastavujú príslušné kontrolné mechanizmy. V súkromnej sfére sa dajú osobné ciele dosahovať v podstate dvoma spôsobmi. Podvodom alebo dobrovoľnou spoluprácou postavenou na produkovanií hodnôt pre ostatných. Ten prvý väčšina spoločnosti, ktorá netrpí psychopatickou poruchou, formálne či neformálne trestá, čiže nie je príliš úspešný. Väčšina ide preto ťažšou, druhou cestou. Pri hodnotení manažéra sú dôležitejšie jeho výsledky než charizma či ideológia. V prípade politiky je to však trochu inak. Otvorene hovoriť o osobných záujmoch kazateľa alebo politika sa nepatrí. Ak sa politikovi podarí byť zvolený, na štyri roky má takmer neobmedzený prístup k cudzím zdrojom a k moci, ktoré môže za účelom naplňania svojich cieľov využívať. Ak vôbec k nejakému hodnoteniu výsledkov práce politika dochádza, potom nie je postavené na kvantifikovateľných ukazovateľoch, ale na dojmoch. Kým pri odchode obľúbeného farára alebo politika nie je núdza o slzy jeho ovečiek, za špičkovým manažérom slzu vyroní málokto.

Aby mohla akákoľvek ilúzia prežiť neodvratné konflikty s realitou, je nutné vyvinúť určité mentálne úsilie. Treba robiť presný opak toho, čo je podmienkou na racionálne a informované rozhodovanie. Aby mohli ľudia ďalej veriť v autoritu, musia sa cielene vyhýbať informáciám, ktoré poukazujú na jej zlyhania, neschopnosť či klamstvo. Táto hypotéza bola úspešne experimentálne testovaná so záverom: *„Nedostatok vedomostí o konkrétnom spoločensko-politickom probléme nemotivuje na intenzívnejšie vyhľadávanie informácií, ale (a) upevňuje pocity závislosti od štátu, ktoré (b) zvyšujú oprávnenosť systému a dôveru v štát, ktoré ďalej (c) zvyšujú túžbu vyhýbať sa ďalšiemu učeniu o veci, ak sú zistené informácie negatívne alebo je ich vy-*

nam neznámy.“<sup>357</sup> Obranný psychický mechanizmus už existujúceho systému viery, čiže ignorovanie detailov reality motivuje k ešte väčšiemu nezáujmu. Táto forma psychickej obrany poskytuje pocit bezpečia, že viera v autoritu v oblasti, kde človek nie je doma, je oprávnená a možno v nej bezstarostne pokračovať. Tendencia ignorovať varovné signály je dokonca o to väčšia, čím priamejšie sa človeka daná oblasť dotýka: „...keď sa ľudia následkom pocitu neznalosti nejakého problému vyhýbajú negatívnym informáciám, robia tak prinajmenej sčasti preto, aby ochránili svoju predstavu, že štát má všetko pod kontrolou. ...U zúčastnených, ktorí sa cítili viac neznalí v oblasti ekonomiky a zároveň cítili, že ekonomika ich priamo ovplyvňuje, sme videli zvýšenú mieru vyhýbania sa informáciám, ktoré boli poskytnuté pred testom s cieľom spochybniť schopnosti štátu riadiť ekonomiku. Naopak, jednoznačne pozitívnym informáciám, u ktorých bol menší potenciál očierniť štát, sa rovnakým spôsobom nevyhýbali. ...Vzťah medzi pocitom neznalosti v nejakej oblasti a vyhýbanie sa negatívnym a nejednoznačným informáciám z tejto oblasti existuje aj vďaka motivácii uchrániť si predstavu o kompetentnosti štátu.“<sup>358</sup> Kritici poukazujúci na zlyhania autority sťažujú vyhýbanie sa informáciám a veriaci na nich reagujú podráždene.

Jeden hlas vo voľbách nič nezmôže. Pre voličov je preto racionálne toto právo namiesto snahy o riešenie problémov využívať na signalizovanie príslušnosti k rôznym skupinám – som Maďar, kresťan, liberál atď., alebo ako zadostučinenie svojim predsudkom. Racionálnu ignoranciu voličov ilustruje absolútny nezáujem voličov o to, ako nimi volený alebo preferovaný politik hlasoval o konkrétnych zákonoch v parlamente. Dôležitejšie sú predvolebné heslá na bilbordoch a jednoznačná identifikácia politika s nejakou konkrétnou spoločenskou skupinou. Veriť v efektívnu kontrolu práce politikov verejnou mienkou v prostredí, kde je ignorovanie prirodzeným ochranným mechanizmom voličov a navyše racionálnym správaním, chce poriadnu dávku politického romantizmu. Životnosť politika neurčuje kvalita jeho služby ľudu, ale dojem autority a kompetentnosti, ktorý sa mu darí udržiavať pri živote. Politika je preto viac šoubiznisom pre škaredých než efektívnou správou vecí verejných.

### Politici pri moci sú ako deti - majú vysokú časovú preferenciu

Podobne ako mnoho detí nedokázalo v Marshmallow teste odolať okamžitému sladkému pokušeniu, ani mnohí politici nedokážu odolať pokušeniu použiť dostupné zdroje na krátkodobý zisk väčšej moci alebo vlastných príjmov, namiesto dlhodobého zlepšenia stavu krajiny. Životnosť politika pri moci je v porovnaní s dlhodobým osudom krajiny extrémne krátka. Počíta sa v rokoch a ani politik, ktorému sa pošťastí séria viacerých volebných období, si nikdy nemôže byť stopercentne istý, že ho čoskoro od zdrojov moci a peňazí neodstaví nečakaný politický škandál. Čo je doma, to sa počíta, lepší vrabec v hrsti ako holub na streche. Problém je,

že zložitejšie reformy fungovania vecí verejných vyžadujú obdobie kontinuity presahujúce životnosť politikov. Krátke volebné obdobie tak automaticky diskvalifikuje niektoré síce optimálne, no dlhšie trvajúce opatrenia verejnej politiky a vedie k zanedbávaniu riešení dlhodobých a komplikovaných spoločenských problémov. Typickým príkladom je problém priebežných dôchodkových systémov vyplývajúci zo starnutia populácie či zle fungujúce zdravotníctvo. Plátanie diery vo verejných financiách vykradnutím súkromných dôchodkových pilierov je pre politikov z dôvodu ich krátkeho funkčného života oveľa príťažlivejšie ako zodpovedné a dlhodobé udržateľné okresanie zbytočných verejných výdavkov. To by prinieslo ovocie až v strednodobom horizonte, keď síce ešte nebudeme všetci mŕtvi, no oni by už nemuseli byť pri moci. Aby sme sa rozumeli, nehovorím, že priemerný politik je nutne horší ako priemerný človek. I keď vzhľadom na vlastnosti, ktoré predurčujú úspech v politickej kariére, táto hypotéza nemusí byť mimo. Hovorím, že nastavenie systému, v ktorom politici pôsobia, ich týmto smerom tlačí. Ak sa na záchode v práci človek dostane kriticky blízko ku koncu roličky toaletného papiera, je omnoho menej pravdepodobné, že ju vymení za novú, ako keby sa to isté stalo u neho doma. Napriek tomu, že ide o banálny úkon, ktorý zabráni potenciálne veľmi stresujúcemu zážitku z nedostatku celulózy v tejto miestnosti. Jednoducho vie, že tento problém nebude patriť jemu.

Politici sa podobným spôsobom snažia presúvať riešenia problémov tak ďaleko do budúcnosti, čiže iného volebného obdobia, ako je to možné. Až kým neprerastú do akútnej katastrofy. Z začať riešiť akýkoľvek problém znamená pred voličmi pripustiť jeho existenciu. Prihlásiť sa k nemu a spojiť ho v očiach verejnosti so svojim menom. Problémy preto riešia neskôr, ako by bolo optimálne. V kríze to nebolo inak. Americkí a európski politici existenciu problémov najprv popierali, potom bagatelizovali. Keď kríza naplno vypukla a kolabujúci finančný systém nebolo možné ďalej ignorovať, snažili sa celý príbeh jej vzniku prerozprávať, ako keby išlo o nejakú nepredvídateľnú prírodnú katastrofu. Zemetrasenie alebo tajfún, na ktorý politici nemajú žiadny dosah. Že táto črta je charakteristická pre všetkých politikov bez rozdielu kultúrnej či ekonomickej vyspelosti krajiny, ilustrovali udalosti na Islande. Správa o obrovských únikoch vkladov z islandskej sporiteľne lcesave bola pre tamojšieho premiéra a jeho ministrov vypracovaná už v apríli 2008. Autori správy konštatovali, že ak budú peniaze unikať takýmto tempom, banka nevydrží ani pár týždňov. Napriek tomu sa vláda problémom a jeho možnými následkami pre islandský bankový systém a celú ekonomiku odmietla hlbšie zaoberať až do totálneho kolapsu islandského bankového systému v októbri toho roku.<sup>359</sup>



## Politický dopyt po ekonomických teóriách a ich ponuka sa nemusia pretínať tam, kde je pravda

Frederic Mishkin, uznávaný ekonóm v oblasti monetárnej ekonomie a finančných trhov, autor množstva kníh, vedeckých článkov, prestížnej učebnice a bývalý člen rady guvernérovo Fedu, bol v roku 2006 spoluautorom správy, ktorá pozitívne hodnotila stav islandského finančného systému s názvom Finančná stabilita na Islande. V tom čase sa v zahraničných médiách začali objavovať kritické správy o stave islandskej ekonomiky a stability niektorých tamojších bánk. Islandská obchodná komora na to aktívne zareagovala objednaním analýzy finančného systému od svetovo uznávaného odborníka. Na ostrove práve prebiehala obrovská úverová expanzia zlých peňazí bankovým systémom. Aj priemernému ekonómovi malo byť z veľkého deficitu bežného účtu platobnej bilancie a 7-percentného ročného rastu miezd jasné, že krajina vôbec nie je praobrazom finančnej stability.<sup>360</sup> Napriek tomu sa Mishkin do tohto marketingového islandského štátneho cvičenia aktívne zapojil. V súhrne autori píšú, že ostrov sa nenachádza na ceste k finančnej nestabilite a „fakt, že Island disponuje vysokokvalitnými štátnymi inštitúciami, robí vznik závažných problémov s bezpečnosťou a zdravím bankového sektora nepravdepodobným“.<sup>361</sup> Obchodná komora vyplatila Mishkinovi a jeho spoluautorovi za správu 124-tisíc dolárov z peňazí islandských daňových poplatníkov. O dva a pol roka neskôr islandská bublina vo finančnom sektore praskla a islandská ekonomika zažila dych vyrážajúci kolaps. Ako odhalili filmári pri nakrúcaní dokumentu o finančnej kríze *Inside Job*,<sup>362</sup> názov Mishkinovej správy sa v jeho životopise z roku 2009 zmenil na *Finančná nestabilita na Islande*. Podľa Mishkina išlo o preklep.

Pri diskusii o ekonomických opatreniach, ktoré boli prijaté s cieľom riešiť následky krízy, sa neustále stretávam s argumentom ekonomického konsenzu. Keďže väčšina ekonómov pôsobiacich v hospodárskej a monetárnej politike podporuje stimuláciu ekonomiky verejnými výdavkami a vytváraním nových peňazí, moja kritika musí byť podľa tohto argumentu nutne mimo. Veď väčšina takých inteligentných, študovaných ľudí v oblekoch sa predsa nemôže myliť. Je to podivný argument, keďže o pravde sa demokraticky nehlasuje. Áno, je užitočným pravidlom začať pri hľadaní pravdy vo vede tam, na čom sa zhodne väčšina. No nie vždy je tam nutné aj skončiť. Navyše ekonómia je špecifická. Ako ilustruje Mishkinov prípad, pri posudzovaní optimálnej hospodárskej a monetárnej politiky treba mať neustále na pamäti, že ten, kto platí ekonómom faktúry za ich činnosť, má zásadný vplyv na oblasť ich bádania a odporúčania, s ktorými prichádzajú. Nielen politici, ale aj ekonómovia sú tiež len ľudia.

Predstavme si nasledujúcu situáciu: traja ekonómovia Fero, Jozef a Peter sa hádajú o riešení krízy. Fero zastáva názor, že štát krízu vyvolal nadprodukciou monopolných zlých peňazí a nezvládnutou reguláciou bankového kartelu. Najlepšou pomocou samokorekčnému ekonomickému organizmu je

zrušenie regulácií na pracovnom a kapitálovom trhu. Tie spomaľujú automatické úpravy produkčnej štruktúry ekonomiky na dlhodobu udržateľný stav. Korekcia sa nezaobíde tiež bez zníženia verejných výdavkov rušením ministerstiev, úradov a racionalizáciou sociálneho systému tak, aby dlhodobu nezvyšovali dlh a zodpovedali verejným príjmom. V prevencii budúcich kríz Fero navrhuje zobrať štátu z rúk možnosť centrálne plánovať a manipulovať úroky či chrániť vybrané finančné subjekty pred následkami ich mylných rozhodnutí. Jozef si naopak myslí, že príčinou krízy bolo zlyhanie trhu a nedostatok regulácie. Štát preto treba posilniť, dať mu do rúk viac moci a peňazí, aby mohol ekonomiku nakopnúť veľkými verejnými výdavkami, rozdeľovanými politikmi a ich úradníkmi s cieľom podporiť agregátny dopyt. Peter verí skôr v záchranu agregátneho dopytu zo strany centrálnej banky než na fiškálne stimuly. Podporiť príjmy, a tým aj zamestnanosť obyvateľstva chce monetárnou injekciou. Centrálna banka spravila chybu, keď nereagovala na iracionálny prepád dôvery vo finančný sektor a dupla na monetárny plynový pedál. Spomalenie mašiny, ku ktorému následne došlo, treba kompenzovať. Na zrýchlenie ekonomického motora by preto preferoval expanzívnu politiku centrálnej banky, ktorá do systému cez nákupy štátnych dlhopisov alebo úverovanie vybraných subjektov v ekonomike trvalo pustí množstvo nových peňazí. Budme spravodliví a rozdeľme pravdepodobnosť toho, že ekonóm má pravdu a navrhuje najlepšie riešenie pre spoločnosť rovnomerne medzi všetkých troch. Ktorého ekonóma si vyberie politik, maximalizujúci svoju moc, počet kontrolovaných funkcií a objem prerozdeľovaných zdrojov? Ktorého zamestná na ministerstve financií či v centrálnej banke? Fero to má jednoducho ťažšie. Jeho nápady dostanú menej priestoru na prezentáciu a testovanie, nieto ešte implementáciu. Aj keby mal náhodou pravdu. Fero nikdy nebude šéfom centrálnej banky a ministrom financií sa stane iba omylom alebo zmenou svojich názorov. Jozef sa pre ministerstvo financií akoby narodil a Peter dá centrálnej banke obsah, za ktorý sa jej úradníci nebudú musieť hanbiť. O Fera sa nepotrhnajú ani iné štátne inštitúcie či z verejných zdrojov dotované a intervencionizmu naklonené školy. Nedostane grant ani dobrý flek z centralisticky predisponovanej a plánovaním a reguláciou posadnutej Európskej únie. Nepobijú sa o neho ani komerčné banky, ktoré sa snažia čo najlepšie vychádzať so štátnym veriteľom poslednej inštalácie. Pustiť do televíznej debaty za banku ekonóma, ktorý naloží centrálnej banke ako regulátorovi bankového sektora, nie je najlepšou obchodnou stratégiou. Fero ve ekonomické hypotézy majú pre neho ako profesionálneho ekonóma v dnešnom prostredí reálne kariérne, finančné a statusové náklady. Dominantnému hráčovi na trhu s ekonomickými službami nie sú protrhové ekonomické hypotézy z podstaty fungovania štátu sympatické. Preto by nás z hľadiska ekonómie myšlienok nemalo prekvapovať, že takýchto názorov uvidíme relatívne menej bez ohľadu na to, ako presne popisujú realitu okolo nás. Je len ťažko predstaviteľné, že by evolučné sito štátneho financovania a nepriamej podpory niektorých preferovaných ekonomických smerov, priateľskejších politic-

kým cieľom, nemalo vplyv na veľkosť populácie a vplyv ich nositeľov. Posudzovať pravdivosť ekonomickej hypotézy na základe počtu ekonómov, ktorí jej veria, je preto v ekonómii ešte väčší nezmysel ako vo fyzike alebo v biológii.

Všetci sme dnes keynesiáni - ekonomické videnie sveta,  
ktoré odporúča 9 z 10 politikov

*„Muži praxe, ktorí sú sami presvedčení o tom, že sú celkom chránení od akéhokoľvek intelektuálneho vplyvu, sú zvyčajne otrokmi nejakého mŕtveho ekonóma.“<sup>363</sup>*

~ John Maynard Keynes

Evolučne stabilnou stratégiou pre ekonómov posledného pol storočia je keynesiánstvo v jeho rôznych moderných mutáciách.<sup>364</sup> Nie je náhoda, že vplyv tohto ekonomického smeru rástol priamo úmerne s rastom moci a veľkosti štátu. Tento myšlienkový smer má veľký prienik so záujmami politikov a štátnych úradníkov a poskytuje ideologicko-vedecké požehnanie opatreniam, ktoré by politici bez ohľadu na ekonomické dosahy tak či onak chceli implementovať. Táto prizma, ktorá mala kľúčovú úlohu vo väčšine protikrízových opatrení, má legitimizujúci efekt na už existujúce tendencie volených zástupcov v moderných sociálnodemokratických spoločnostiach čo najviac porozdeľovať. Ekonómovia iných myšlienkových smerov, ktoré so záujmami politickej triedy ladia menej, preto závidia a kritizujú. Napríklad protrhovejší profesor Luigi Zingales: „Keynesiánstvo pokorilo srdcia a mysle politikov a rovnako aj obyčajných ľudí, lebo ponúka teoretic-





*ké ospravedlnenie nezodpovedného správania. Napriek tomu, že medicínsky výskum ukázal, že dva-tri poháre vína denne sú dobré pre dlhodobé zdravie, žiadny doktor by neodporučil abstinujúcemu alkoholikovi, aby aplikoval tento prístup. Bohužiaľ, keynesiánski ekonómovia robia práve toto. Hovorí politikom, ktorí sú závislí od míňania našich peňazí, že verejné výdavky sú dobré. A spotrebiteľom, ktorí majú závažný problém s míňaním, že šetriť je zlé a treba spotrebovať. V medicíne by vás takéto správanie stálo miesto, v ekonomii vám prinesie dobré zamestnanie vo Washingtone.*<sup>365</sup> Keynesiánstvo pomohlo zabiť stigma deficitu verejných financií, ktorý je výsledkom neschopnosti politika obmedziť výdavky tak, aby zodpovedali príjmom z daní a odvodov. Naopak, štátom platený keynesián bude vo verejných diskusiách úprimne celý svet presviedčať, že v recesii je toto kedysi nezodpovedné míňanie politikov „nad pomery“ najlepším, čo sa mohlo voličom stať. Táto ekonomická škola pomáha obhajovať vytvorenie, uchovanie a expanziu štruktúr centrálného plánovania v spoločnosti. V keynesiánskom videní sveta skutočne potrebujeme množstvo úradníkov, štátnych správcov či regulátorov, keďže bez nich by sa spoločnosť ak nie rozpadla, tak minimálne trpela dlhodobou nezamestnanosťou.

Napriek napísanému nemožno vylúčiť, že práve keynesiánsky pohľad na svet je najbližšie k pravde. Dôvody na obľúbenosť v štátnom sektore by nás však mali viesť k opatrnosti a k automatickému korigovaniu váhy argumentov štátom platených ekonómov, presadzujúcich intervencionistické opatrenia zladené so záujmami ich zamestnávateľov.

## Chýba náuka o zlyhaniach štátu

*„Vyhrať voľby a môžeš všetko.“*

~ predseda Národnej rady Slovenskej republiky Pavol Paška na rokovaní parlamentu 30. 10. 2014

*„Minulá vláda myslela v prvom rade na štát a až potom na seba. Táto vláda myslí v prvom rade na seba a až potom na štát,“* povzdychol si podnikateľ zo stavebníctva, kde štát svojimi investíciami do infraštruktúry prerozdeľuje obrovské množstvo zdrojov. Tu, ako aj v mnohých iných oblastiach, kde sa investujú verejné zdroje, sú na Slovensku nepísaným štandardom takzvané vratky. Ide o podiel celkového objemu štátnej zákazky, ktorý sa vo forme neformálnych platieb vracia politikom, ktorí kontrolujú strany pôsobiace vo vláde. Nemusí ísť ani priamo o uplácanie. Politici majú pocit, že právo na vratku majú automaticky zo všetkých verejných objednávok, aj po štandardne vyhratej verejnej súťaži. Slušné vlády pýtajú 10 – 15 percent, tie chamtivejšie 20 percent a viac. Podnikateľ, ktorý na svoju povinnosť zabudne, čoskoro dostane telefonát od osôb blízkych správnym ľuďom, ktoré mu pripomenú, že ešte nezaplatil. Nezriedka sú to zamestnanci priamo štátnych

domucovateľch zložiek, štátnej bezpečnostnej služby alebo aspoň nezabudnú pripomenúť, že majú na tieto zložky veľmi dobré kontakty. Tragikomické situácie nastávajú vtedy, keď vratku pre funkcionárov vládnucej politickej triedy naraz vypalujú dve samostatné skupiny a podnikateľ nevie rozoznať, ktorá je tá „legitímna“. Na doklad o zaplatení či políciu sa tu spoľahnúť nedá.

Je prekvapivé, ako málo priestoru venuje týmto očividným zlyhaniu politickeho procesu moderná ekonómia. Teória verejnej voľby síce na problémy individuálnych motivácií zástupcov politickej triedy poukázala, no ostatné ekonomické školy s týmito poznatkami nepracujú a abstrahujú od tohto druhu problémov vládcov. Ekonómia pripomína skôr náuku o zlyhaniach trhu a kapitoly najpopulárnejších učebníc sú zoznamom neefektív, chýb a omylov, ktoré prináša dobrovoľná spolupráca slobodných ľudí. Z určitého hľadiska je to pochopiteľné. Priemerný akademický ekonóm väčšinou nikdy nikoho nezamestnal a nebol zodpovedný za výplatu desiatok či stoviek ľudí. Pri skúšaní pubescentov v kabinetoch alebo pri štúdiu literatúry nemusí riešiť problém prežitia firmy a to, ako účtovne vytvorí hotovosť vo výške 20 percent obratu na vratku tak, aby to nenašiel auditor. Mnohí ekonomovia bez dobrej teórie a konkrétnych empirických dôkazov považujú štát za ekonomickú obdobu ideálneho plynu. Jeho existenciu a najmä efektívne fungovanie automaticky predpokladajú pri svojich návrhoch na nápravu trhových zlyhaní bez toho, že by rovnaké výhrady či kritiku aplikovali aj na samotný štátny aparát.

### Čiže majú slobodné trhy vždy Pravdu?

*Trh je interakciou omylných, nedokonale informovaných, náladám a vrtochom podliehajúcich ľudí. Nemôžeme preto od neho očakávať, že bude dokonalý. Že na ňom vzniknuté ceny budú vždy a všade predstavovať Pravdu o skutočnej relatívnej hodnote statkov. Prístup nezasahovania násilím do tejto interakcie vychádza však zo skromnejšieho predpokladu. Trh, na ktorom pôsobí množstvo profesionálov, riskujúcich pri predpovediach svoje vlastné peniaze, sa k Pravde dopracuje bližšie a rýchlejšie ako politici a ich úradníci, ktorí riskujú iba cudzie peniaze. Tento pohľad si netreba myliť s teóriou o efektívnych trhoch, ktorá vo svojej silnej verzii hovorí, že do trhovej ceny sa všetky nové existujúce informácie zapracujú takmer okamžite a správnym spôsobom. Že trhovú cenu je vždy tou poslednou Pravdou, a hovoriť o bublinách preto nemá zmysel. Pri tejto hypotéze ide skôr o nebezpečnú metaforu a neprípustné zjednodušovanie.<sup>100</sup> Dokonalá informovanosť neexistuje a vo svete, popísanom súčasnou fyzikou, nie je ani teoreticky predstaviteľná. Aj keby existovala a každá existujúca informácia by bola okamžite dostupná všetkým účastníkom trhu,*

na predpoklad toho, že ceny na trhoch majú vždy pravdu, to nestačí. Pri vzniku ceny nejde iba o informácie. Až znalosti v kombinácii s dostupnými zdrojmi pretavia informácie do konkrétneho nákupno-predajného správania, ktoré pohne cenou. Rovnaká informácia môže viesť k rozdielnemu konaniu u rozličných ľudí. Nie informácia, ale jej interpretácia je dôležitá. Ak by sme nepripúšťali rozdielne interpretácie, potom by v rámci hypotézy efektívnych trhov nebolo možné vysvetliť, ako je možné, že na základe rovnakej informácie niekto aktívum predá a iný na druhej strane kúpi tak, aby mohla vzniknúť transakciou nová cena. Neexistuje len jedna predstava o budúcom svete, ale nespočetne veľa navzájom si konkurujúcich podnikateľských plánov a predpovedí. Rozličné znalosti sú výsledkom nielen rozličných informácií, ale aj rôznych skúseností, vzdelania a viery. Dôležitá je aj konkrétna podoba distribúcie zdrojov medzi aktérmi, ktorá obmedzuje silu ich hlasovacieho práva pri vytváraní konsenzu o trhovej cene. Výsledkom spolupôsobenia týchto faktorov je cena, ktorá však môže byť stále mimo Pravdy. Rôzne plány rôznych ľudí v kombinácii s obmedzeniami externeho sveta a vzájomnej konkurencii s často protichodnými preferenciami nakoniec vytvárajú neustále sa meniacu realitu. Veľká statická rovnováha je iba zjednodušujúca metafora, analytický nástroj, ktorý umožňuje niečo v ekonómii predpovedať či vypočítať. Trh je pohyb smerujúci k neustále sa meniacej rovnováhe. Ak by silná teória efektivity trhov vskutku platila, neexistovali by bezrizikové príležitosti príjmu, ako napríklad zarobiť peniaze investovaním do podhodnotenej akcie či predajom trhom nadhodnoteného hypotekárneho cenného papiera. Nikdy by nebolo možné nájsť peniaze ležiace na chodníku. Je výrazne nižšia pravdepodobnosť, že na rušnej newyorskej ulici nájdete vypadnutú bankovku než na chodníku vo Vrútkach. Veľkosť trhu a počet profesionálnych hľadačov takéhoto zisku znižuje šancu, že práve vy budete ten šťastný. No ani rušný trh s veľkým množstvom účastníkov možnosť bezrizikového zisku na sto percent nevylučuje. Okrem legendárneho investora Warrena Buffeta to ilustruje aj Raffi Stepanian, ktorý ryžuje zlato a zbiera na zemi ležiace drahokamy na štyridsiatej siedmej manhattanskej ulici v New Yorku. Špáry na chodníkoch pred tamojšími obchodmi a prevádzkami zachytávajú okrem špiny aj drobné úlomky zlata, platiny, striebra a malé diamanty, ktoré z obchodov so šperkami na oblečení vynášajú pracovníci a zákazníci alebo ich stratia okoloidúci. Za jeden mesiac tak niekedy zarobí aj štyritisíc dolárov. Sú to doslova peniaze ležiace na ulici, ktoré však podľa teoretických ekonómov neexistujú.



Analýza<sup>367</sup> ekonomických vedeckých článkov publikovaných medzi rokmi 2000 – 2009 v najprestížnejších ekonomických žurnáloch ukázala, že až 21 percent behaviorálno-ekonomických článkov, ktoré sa väčšinou zaoberajú rôznymi zlyhaniami racionálneho rozhodovania ekonomických agentov, obsahuje odporúčania pre hospodársku politiku v podobe rôznorodých intervencií do fungovania trhu. Až 96 percent z nich pritom zabúda na akúkoľvek behaviorálnu analýzu kognitívnych schopností a predpojatosti samotných tvorcov týchto politík. Ako môže chyby neracionálnych účastníkov trhu korigovať neracionálny štátny úradník, dosadený neracionálnym politikom, ktorého zvolili samotní neracionálni ľudia? Pritom ani úradníci, ani politik nie sú na rozdiel od samotných účastníkov trhu osobne priamo motivovaní úspešne vyriešiť problém. Táto selektívna slepota ilustruje magické schopnosti, ktoré ľudia pripisujú štátu a s ním spojeným osobám. Ani profesionálnym vedeckým ekonómom, pýšiacim sa certifikovaným racionálnym myslením, nenapadlo zamyslieť sa, či nie je navrhovaná štátna intervencia v podobe hospodárskej politiky horšia ako samotný trhový problém.

**Štát ako jeden z najlepších príkladov problému externalít nebude jeho ideálnym riešením**

*„Je ťažké predstaviť si hlúpejší a nebezpečnejší spôsob prijímania rozhodnutí, ako dať túto právomoc do rúk ľuďom, ktorí neplatia žiadnu cenu za to, že sa mylia.“*

~ Thomas Sowell

Jedným z najčastejších ekonomických argumentov pre zásah štátu do fungovania trhov je existencia externalít. Sú to náklady alebo výnosy, ktoré nepripadnú tomu, kto sa o ich vznik zaslúžil. Pozitívne externality môže priniesť napríklad diaľnica, ktorá zdvihne ceny nehnuteľností v lokalite, ktorú prepojí s okolitým svetom. Alebo je to maják, ktorého signály využívajú aj lode, nekotviace v priľahlom prístave a neplatia tak za jeho služby. Typickým príkladom negatívnych externalít je beztretné znečisťovanie rieky fabrikou. Fabrika tak nenesie celkové náklady produkcie, ale darí sa jej časť z nich prehadzovať na ostatných, ktorí trpia znečistenou riekou. Nižšie produkčné náklady, nezahrnujúce externality, budú viesť k nadprodukcii a k plytvaniu zdrojmi. Naopak, pozitívne externality vedú k nižšej produkcii statku, ako je optimum, keďže producent vzhľadom na čiernych pasažierov nie je schopný zozbierať všetky výnosy, ktoré jeho produkt vytvára. Negatívne alebo pozitívne externality však môžu mať aj menej objektívnu podobu. Ohydná farba susedovho domu, vybraná jeho umelecky založenou ženou, je síce ťažko vyčísliteľnou, ale predsa externalitou. Najlepším spôsobom internalizácie objektívnych externalít sú dobre definované a hlavne efektívne vymáhané vlastnícke vzťahy. Ak vie poľnohospodár na rieke pod fabrikou zdokladovať zníženie

hodnoty jeho majetku a následne vysúdi náhradu týchto škôd od majiteľa fabriky, potom problém externalít zmizne. Náklady skončia tam, kde vznikli. V našom svete však súdy dobre nefungujú, vlastnícke práva nie sú efektívne vymáhané a často ani dobre definované. To je dôvod, prečo ekonómovia navrhujú rôzne štátne intervencie či dane, ktoré majú problém externalít riešiť.

Kým súkromné trhy trpia množstvom externalít, pri štáte sú externality charakteristickým znakom jeho fungovania. Jednou z vlastností demokratického rozhodovania je, že koncentruje výnosy v krátkodobom horizonte do rúk dobre informovaných a organizovaných záujmových skupín a náklady rozdeľuje v dlhodobom horizonte na neorganizovaných a zle informovaných.<sup>368</sup> Samotné voľby sú celonárodnou oslavou negatívnych externalít. Ak dôchodcovia zvolia kandidáta, ktorý sľubuje vyššie dôchodky, náklady implementácie tohto sľubu v podobe vyšších daní nesie iná skupina obyvateľstva – pracujúci. Ak pracujúci volia kandidáta sľubujúceho maximálne vysokú minimálnu mzdu, nakoniec si to neodskáču oni, ale nezamestnaní či ľudia bez kvalifikácie a praxe. Ak premiér nakúpi zo svojej 7-miliónovej rezervy za 5 000 eur vychádzkové oblečenie pre 100 mladých hokejistov v meste, ktoré navštívil, tiež to nejde z jeho vrečka, ale svoj páví chvost si zdobí za cudzie. Nejde len o volebný proces, ale aj ostatné aspekty fungovania štátu. Podľa amerického prieskumu až 92% opýtaných Afgancov vo veku 15 až 30 rokov ešte v roku 2011 nemalo tušenia, čo sa stalo 11. septembra v roku 2001.<sup>369</sup> Invázia a okupácia ich krajiny spojeneckými vojskami bola pre nich asi zásadnejšou externalitou než akékoľvek zlyhanie trhu, s ktorým sa kedy mohli v živote stretnúť.

Fungovanie politického systému je postavené na absencii priamej majetkovej a osobnej zodpovednosti za individuálne rozhodnutia, a preto je postihnuté problémom externalít v omnoho väčšej miere než trh. Čakať, že takéto prostredie bude generovať riešenia pre externality na trhu, nie je realistické. Podobne ako s externalitami je to s fungovaním štátu aj pri iných zlyhaniach trhu, ktoré sú argumentom pre štátnu intervenciu. Vo financiách alebo v zdravotníctve je obrovská informačná asymetria. Lekár vie o vašom zdravotnom stave a hlavne o možných riešeniach, ktoré zároveň predáva, oveľa viac ako vy. No skúšali ste už niekedy vysvetliť fungovanie verejných financií priemernému voličovi? Už len pochopenie toho, že štát nemá žiadne vlastné peniaze a môže minúť iba to, čo predtým niekomu zobral, vyžaduje nadľudský didaktický výkon. To, ako funguje štát, čo všetko robí dobre a čo zle, a koho preto voliť, je preto oveľa väčší informačný rébus ako to, u koho zobrať hypotéku či u koho si dať operovať bedrový kĺb. Okrem informačnej asymetrie vedia politici majstrovsky využívať aj rôzne zakopnutia racionality či existenciu rôznych predpojatostí, dobre zdokumentované behaviorálnou ekonómiou. Predvolebné vyťahovanie národnostných problémov šikovne využíva našu prirodzenú tendenciu deliť ľudí na „našich“ a „cudzích“, srdcervúce posolstvá pekných tvárí na bilbordoch zasa sklon družiť sa s tými, ktorí sa aspoň tvária, že im na ostatných záleží.

Koordinácia mnohých ľudí na dobrovoľnú spoluprácu a výmenu, z ktorej môžu prosperovať, je skutočne pekelné ťažké. Ľudia na trhu tento problém musia riešiť neustále. Deje sa tu množstvo chýb, veľa služieb a tovarov nemá dostatočnú kvalitu, niektoré sú drahé, iných je prí málo alebo vôbec neexistujú. Trh nemôže byť dokonalý, keďže dokonalí nie sú ani ľudia, ktorí ho tvoria. Zásadná otázka, na ktorú treba vždy znova a znova hľadať odpoveď, však znie: Prečo práve tento konkrétny problém budú vedieť lepšie vyriešiť politici a ich úradníci? Aj pre zlyhania štátu je nespraviť nič síce nie perfektným, no často najlepším možným riešením.

## Po súkromných ziskoch prišlo znárodnenie strát – krízový socializmus pre bohatých

*„Najdôležitejším princípom je, že akákoľvek pomoc zlej banke dnes je najistejšou cestou, ako zabrániť vytvoreniu dobrej banky zajtra.“*

~ Walter Bagehot, 1873<sup>370</sup>

Predstavme si, že by si Američan vo Wall Street Journal niekedy v 90. rokoch prečítal, že prezident Ruska sa rozhodol zachrániť ruský automobilový priemysel štátnymi úvermi v reakcii na zlú ekonomickú situáciu. Za stovky miliárd dolárov by skúpil zlé úvery komerčných bánk poskytnuté ropným spoločnostiam a znárodnil finančné inštitúcie, ktoré cez hypotéky kontrolujú viac ako polovicu nehnuteľností v krajine. Z centrálnej banky by poskytol na požiadanie, zadarmo neobmedzené úvery súkromným finančným inštitúciám. „*Tí komunistickí blázni sa nikdy nepoučia, zase si z toho spravia socializmus,*“ pomyslel by si Američan s ironickým úškrnom. Bez akejkoľvek námahy by mu napadlo sto argumentov, prečo tieto opatrenia zamerané na tlmenie krátkodobej bolesti výrazne zhoršia celkovú situáciu Ruska v budúcnosti. Vyspelý svet by sa do Ruska snažil vyslať expertov Medzinárodného menového fondu alebo Svetovej banky, aby tamojším kapitalistickým učňom vysvetlili, že takéto veci sa v trhovom hospodárstve nerobia. Pritom USA, svetový vzor kapitalizmu, urobili po vypuknutí finančnej krízy presne to. Došlo k presunu vzniknutých strát a rizikových aktív súkromných inštitúcií na daňových poplatníkov. Americký štát poskytol garantované úvery či dokonca priame kapitálové injekcie množstvu súkromných finančných inštitúcií. Toto pozastavenie platnosti princípov voľného trhu a kapitalizmu presne v období, keď mali niektorí bankári a podnikatelia zaplatiť cenu za zlé rozhodnutia a nezaslúžené zisky z minulosti, je fascinujúcim obdobím. Celá spoločnosť sa stala rukojemníkom finančníkov. Práve záchrana finančného systému z peňazí daňových poplatníkov bola najdôležitejšou krízovou intervenciou.



## Banky spia so štátom v tej istej posteli

*„Quando i banchi no ha' fede, la Terra no ha credito – ak banky nemajú dôveru, krajina nemá úvery.“*

~ Benátsky bankár počas finančnej krízy v roku 1498<sup>371</sup>

V systéme, v ktorom sa banky pri podnikaní s frakčnými rezervami spoliehajú na štátom garantované privilégia, a na druhej strane sa politici spoliehajú na spolupracujúci bankový sektor, by nemala byť intenzívna snaha politikov o záchranu finančníkov až taká prekvapivá. Pri hľadaní príčin výluky kapitalizmu pre finančný sektor po kríze je dobré mať na pamäti aj krátky časový horizont politickej triedy. Bolestivá reštrukturalizácia finančného sektora nie je zlučiteľná s motiváciami politikov pôsobiacich v moderných demokraciách. Náklady a riziká sú vysoké. Dočasný výrazný výpadok hospodárskej produkcie, veľké výkyvy v menových kurzoch či strach voličov o úspory. To všetko v čase, keď ešte nejde o poslednú možnosť, no z hľadiska ekonomických nákladov pre spoločnosť je to optimálne riešenie. Zabrániť okamžitej bolesti voličov, a tým kariérnej katastrofe politika, hoci aj neefektívnym vynaložením verejných zdrojov, sa politikom väčšinou oplatí. K radikálnym opatreniam sa vzhľadom na politické náklady nepristupuje vtedy, keď sú potrebné, ale vtedy, keď sú už vyčerpané všetky horšie, no pre väčšinu voličov dočasne príjemnejšie opatrenia.

Asi to nefunguje tak, že šéf investičnej banky zavolá ministrovi financií alebo šéfovi centrálnej banky a vypýta si od neho bezostyšne peniaze. Nemožno automaticky tvrdiť, že tí, čo presadzovali pomoc finančným inštitúciám, boli nimi podplatení. Život nie je rozprávka o dobrých a zlých, veci sa dejú zložitejším spôsobom. Ľudia škodia aj bez toho, že by to bol ich zámer alebo by si to vôbec uvedomovali. Mnoho politikov, ich úradníkov či ekonómov úprimne verilo, že zachraňujú americkú ekonomiku, ak nie celú modernú civilizáciu. Že robia to, čo je nevyhnutné, napriek tomu, že by ešte pár rokov dozadu sami takéto zásahy do ekonomiky odsúdili. Ich pohľad na svet a rozsah predstavivosti o možných riešeniach (de) formuje prostredie, v ktorom pôsobia. Na prípravách na záchranu amerického finančného sektora sa napríklad zúčastňovali vybraní finančníci, ako Warren Buffett alebo dlhopisový kráľ Bill Gross. Práve obrovské straty hroziace pre Grossa v prípade krachu agentúr Fannie a Freddie boli údajne dôležitým argumentom v presviedčaní štátnych zástupcov, aby ich znárodnil. Warren Buffett svoje vedomosti z týchto stretnutí zúročil kúpením lacných preferenčných akcií Goldman Sachs, ktorej štátna záchrana následne extrémne pomohla. Aký prísny bude na investičné banky napríklad šéf newyorského Fedu William Dudley, bývalý partner, riaditeľ a desať rokov aj hlavný ekonóm zachraňovanej investičnej banky Goldman Sachs? Dudley má regulovať aj investičnú banku JP Morgan, ktorej viceprezidentkou bola jeho žena s nárokom na výplatu apanáže 190-tisíc dolárov ročne do roku 2021 od

tejto banky.<sup>372</sup> Nebude mať tento človek tendenciu preceňovať význam investičných bánk pre ekonomiku, a tak voľnejší prst na spúšti prúdu verejných financií na ich záchranu? Takéto mentálne zajatie<sup>373</sup> prostredia regulátorov či politikov a ich kariérne motivácie nepriamo vedú k tomu, že to nakoniec dopadne tak, ako keby si to banky skutočne kúpili.

### Veľká banková lúpež, pri ktorej sa nespustili alarmy

Vykrádať banky klasickým spôsobom s pančuchou na hlave a pištoľou v ruke je extrémne rizikové podnikanie so smiešne nízkym výnosom. Podľa údajov z Veľkej Británie bol medzi rokmi 2005 a 2008 priemerný výnos z prepadnutia banky 12 700 libier na jedného lupiča. Teda ak ste nepatrili k tretine smoliarov, ktorí sa pri prepadnutí banky nedostali k žiadnym peniazom. V USA to bolo ešte menej, iba 4 330 dolárov.<sup>374</sup> Za túto odmenu nesiete 20-percentné riziko, že vás dolapia a strávite minimálne desať rokov vo väzení. Prípadne vás postrelí alebo rovno zabije pracovník bankovej bezpečnostnej služby, ktorý vyrástol na tvrdých spôsoboch televízneho detektíva Dempseyho. Potenciálny britský lup 12 700 libier je iba pol roka tamojšej priemernej mzdy v ekonomike. Na to, aby ste zarábali ako priemerný britský zamestnanec, by ste teda museli vykradnúť dve banky ročne. Banky klasickým spôsobom preto vykrádajú už len hlupáci a prepady bánk v USA a v Spojenom kráľovstve sú na poklese.

Kríza ukázala, že vo vyspelom svete existuje aj omnoho výhodnejší a bezpečnejší spôsob bankovej lúpeže. Banky však v tomto prípade neboli obeťou, ale zlodejom. V roku 2008 americký štát pomohol prežiť investičným bankám tým, že garantoval vklady ľudí v peňažných fondoch. Tým stabilizoval repo trh, na ktorom sa tieto banky refinancovali. Zároveň celému finančnému sektoru Fed otvoril svoje úverové okno a súkromné finančné inštitúcie si mohli набраť obrovské množstvo štátom dotovaných lacných úverov. Na týchto hodoch sa zúčastnilo vyše štyristo súkromných inštitúcií, ktoré si nabrali úvery v objeme spolu viac než 4 000 dolárov na jedného Američana. Celý zvyšok ekonomiky a daňoví poplatníci sa tak poskladali napríklad aj na 220-miliónový úver pre fond riadený ženami dvoch finančníkov z investičnej banky Morgan Stanley.<sup>375</sup> Jeden z nich si ani nie dva mesiace po čerpaní tohto dotovaného úveru kúpil v New Yorku 107-ročný dom s 12 garážami za 13,5 milióna dolárov. Paradoxom krízových záchranných operácií je, že darčeky smerovali hlavne do rúk tým, ktorí celý kolaps dlhé roky svojím nezodpovedným správaním zameraným na okamžitý zisk pripravovali. Ostatná ekonomika tak na nich doplatila dvakrát. Investičné banky, o ktorých záchranu v kríze išlo v americkej zápletke najviac, vytvárali pred krízou rozprávkové zisky. Najmä vďaka novým zlým peniazom, ktoré sa rinuli zo štátnej centrálnej banky. Napríklad z rôznych záchranných opatrení profitujúca investičná banka Goldman

Sachs dosiahla ešte rok pred krízou zisk pred zdanením neuveriteľných 18 miliárd dolárov. To bolo 500 000 dolárov na každého zamestnanca vrátane recepčnej. Banky brali aj v Európe. Od vypuknutia krízy v roku 2007 boli v eurozóne najväčším „investorom“ do komerčných bánk štáty. Kým súkromní investori od začiatku krízy do roku 2012 nakúpili novovydané bankové akcie za 180 miliárd eur, politici komerčným bankám poskytli viac než 225 miliárd eur kapitálových injekcií z našich spoločných peňazí. Ani nedostatok vlastného kapitálu zistený v početných stres testoch európskych bánk a neschopnosť naplniť požiadavky regulátora na jeho minimálnu výšku, nezastavili komerčné banky vo vyplácaní štedrých odmien pre svojich manažérov a dividend akcionárom. Podľa trhovej kapitalizácie najväčšia európska banka, španielska Banco Santander, vyplatila v roku 2011 svojim akcionárom 2 miliardy v hotovosti a ešte viac v akciách, pričom štátny regulátor v tom istom čase tvrdil, že banke chýba najmenej 15 miliárd vlastného kapitálu. Plat Alfreda Saenz Abada, šéfa tejto banky, spolu s odmenami dosiahol v roku 2007 9,6 milióna eur.<sup>376</sup> Kríza však zasiahla aj jeho. V roku 2010 za svoju vynikajúcu prácu dostal už len 9,2 milióna a v roku 2012 iba 8,2 milióna eur. Alfredo Abad mal takú drzosť, že na jar 2012 verejne vyzýval ECB na nákupy štátnych a bankových dlhopisov na stabilizáciu opäť sa zhoršujúcej situácie v eurozóne.<sup>377</sup> Ďalšia európska banková lúpež sa uskutočnila v španielskej banke s najväčšími aktívami, Bankii. Tá vznikla v roku 2010 zlúčením siedmich komunálnych sporiteľní. Pomýlené investície do španielskej realitnej bubliny, nezodpovedné využívanie finančnej páky a prepletenie úverovania s regionálnou politikou viedli k tomu, že v roku 2012, keď ju prevzal štát, dosiahla jej strata už 19 miliárd eur. Išlo o najvyššiu stratu podniku v histórii Španielska. Iba táto španielska banka zničila za jediný rok 423 eur na každého Španiela. Španielsky štát do nej spolu s nami, európskymi daňovými poplatníkmi, nalial 35,5 miliardy eur kapitálových injekcií a ďalšie desiatky miliárd dostala banka v úveroch od centrálnej banky. Akcie Bankie, do ktorých priehradkoví pracovníci banky a agresívna reklamná kampaň v roku 2011 natiahli aj množstvo dôchodcov, zamestnancov banky a iného obyčajného ľudu, spolu 350-tisíc ľudí,<sup>378</sup> stratili za necelý rok a pol 99,7% svojej hodnoty. A čo zodpovední pracovníci? Vrcholný manažment Bankie si len za rok 2011 vyplatil spolu 22 miliónov eur na platoch a odmenách, pričom šéf banky v roku, keď banka vykazala miliardové straty, zarobil 2,4 milióna eur.<sup>379</sup> Ďalší senior manažéri dostali pri odchodoch zlaté padáky vo výške 14 miliónov a 6,2 milióna eur.<sup>380</sup> Zo spoločného sa nerozhadzovalo iba v španielskych bankách, ale po celej Európe. Napriek tomu, že vlastný kapitál zistený stres testom v roku 2011 nedosahoval ani minimálne požiadavky, bankám, ako BBVA, Deutsche Bank a BNP to neprekážalo vo výplate dividend. Asi nechceli v takom nebezpečnom podnikaní a turbulentných časoch riskovať vlastné peniaze ponechaním ziskov vo svojom podniku.<sup>381</sup>

Finančná kríza spravila z celej spoločnosti rukojemníkov bánk. Dajte nám peniaze, inak zavrieme pobočky. Firmy nebudú mať peniaze na prevádzku, ľudia



nedostanú výplaty a dôchodcovia dôchodky. Politici si nedali poradiť od odborníkov z kriminalistiky a rozhodli sa výkupné vyplatiť.

### Príliš veľkí a bohatí pre pravidlá kapitalizmu – dlhá cesta k zrodu Greenspanovej put-opcie

Správnou intuíciu u amerických finančníkov, že môžu počítať so skrytou štátnou ochranou, budovali politici a centrálna banka postupne. Veľkou mierou prispelo najmä dlhé obdobie šéfovanie Alana Greenspana, ktorý verbálne, ale hlavne tlačiarňami Fedu jasne signalizoval, s kým je štát v spoločnom tíme. Na pokles cien akcií alebo iných finančných aktív reagovala centrálna banka monetárnou stimuláciou, ktorá pomáhala tlačiť ceny späť na vyššie úrovne. Tento spôsob monetárnej politiky tak vytváral určité dno, centrálnou bankou garantované minimum, s ktorým mohli aktéri na finančnom trhu počítať pri svojich špekuláciách. Je to, ako keby vlastnili put-opciu, ktorá im v prípade potreby umožňuje predať ich aktíva za garantovane vysokú cenu. Preto tento prístup šéfa centrálnej banky získal na trhu prezývku Greenspanov Put. Ben Bernanke, ktorý „maestra“ nahradil na stoličke prezidenta Fedu pri vypuknutí krízy, v nastúpenom trende pokračoval.

Bankovníctvo na frakčných rezervách je zo svojej podstaty nestabilné a ani tie najzdravšie banky z definície čiastočných rezerv nemôžu bez pomoci centrálnej banky prežiť plošnú snahu vkladateľov uplatniť si svoje existujúce pohľadávky. Podmienkou na jeho šírenie bola preto od nepamäti podpora zo strany panovníka a neskôr štátu. Za jednu z prvých zdokumentovaných záchran systematicky dôležitej, nesolventnej banky politikmi možno považovať záchranu zúčtovacích bánk Rialta v roku 1490. Benátsky senát vtedy na pokrytie nákladov ich prefinancovania uvalil na obyvateľstvo špeciálnu daň.<sup>382</sup> Princíp „*príliš veľký na to, aby padol*“ aplikovala napríklad aj štátom založená Privilegovaná rakúska národná banka pri panike na viedenskej burze v roku 1873, keď finančne pomáhala vybraným podnikom v Rakúsku a v Uhorsku.<sup>383</sup> Nejde teda o Greenspanov výmysel, akurát v moderných časoch, keď sa zlé peniaze odtrhli od zlatého krytia, nadobudla táto spolupráca omnoho väčšie rozmery. Záchrany bánk za peniaze daňových poplatníkov mali v USA pomerne dlhú históriu. Fed však nezachraňoval len banky. V roku 1970 napríklad úvermi podporoval železničnú spoločnosť Penn Central Railroad, ktorá nebola schopná obnoviť svoje krátkodobé úvery. Centrálna banka sa obávala následkov bankrotu tejto spoločnosti na peňažný trh. Krach firmy s vynikajúcim investičným ratingom by mohol následne vyvolať paniku inštitucionálnych investorov. Neskôr vyslal štátny regulátor veľkým bankám dôležitý signál o existencii konceptu „*príliš veľká banka na to, aby sme ju nechali padnúť*“ záchranou Continental Illinois National Bank and Trust Co. v roku 1984.<sup>384</sup> Tento bankový dom mal najväčšie portfólio komerčných a priemyselných úverov v krajine a objemom vkla-

dov bol siedmou najväčšou bankou v USA. Banka rýchlo rástla aj vďaka znižovaniu požiadaviek na kvalitu veriteľov a vyššej rizikovosti úverov, čo začalo prinášať straty. Beh na vklady tejto banky sa začal ráno 8. mája 1984 v tokijských pobočkách banky. Ľudia panicky zareagovali na správy o možnom prebratí japonskou finančnou inštitúciou, ktoré interpretovali ako potvrdenie zlej finančnej situácie banky. Za jediný deň stratila Continental Illinois iba v Ázii miliardu dolárov vkladov. O osem dní neskôr ohlásil americký regulátor, vystrašený potenciálnymi dôsledkami kolapsu banky na americký finančný systém, program záchranných pôžičiek pre banku. Ich celkový objem postupne narástol až na 8 miliárd dolárov. Napriek enormnej snahe sa štátu nepodarilo nájsť pre banku súkromného investora a došlo k jej znárodneniu. Následná reprivatizácia prebiehala pomalými predajmi akcií na trhu, pričom posledných akcií sa daňoví poplatníci zbavili až v roku 1991.

### Upratovanie po ekonomických nobelistoch

Ďalší dôležitý stavebný kameň v budovaní dôvery v existenciu štátnej poisťky položil Alan Greenspan s neskorším ministrom financií Robertom Rubinom v roku 1995. Počas mexickej dlhopisovej krízy šikovne vybavil americkým bankám, ktoré sa napchali mexickým štátnym dlhom, 20 miliárd dolárov z verejných financií, garantujúcich splácanie dlhu južných susedov. Filozofia novodobého finančného bratstva „*všetci za seba, Fed za všetkých*“ bola definitívne potvrdená spôsobom, akým sa štát vyrovnal s hroziacim kolapsom fondu Long Term Capital Management v roku 1998. LTCM bol hedžový fond špekulujúci s dlhopismi, menami, akciami a ich derivátmi. V jeho vedení pôsobili ekonomickí akademici Myron S. Scholes a Robert C. Merton, ktorí spoločne získali v roku 1997 ekonomickú verziu Nobelovej ceny. Tá ich fondu dodávala auru neomylnosti. Vďaka nej, počiatočným výnosom a efektívnemu marketingu rýchlo naberali nové vklady. Problémom bolo, že vo svoju neomylnosť a schopnosť premôcť trh uverili aj samotní ekonómovia. Do takej miery, že si prepákováním vlastného kapitálu v pomere 1:30 nenechali žiadny priestor na chyby a nepredvídané pohyby trhu. Celý fond položili z historického hľadiska nijako výnimočné otrasy na trhoch počas ázijskej krízy v roku 1997 a ruského defaultu v auguste 1998. Hedžovému fondu peniaze napožíčovali aj investičné banky. Začali sa preto šíriť obavy, či jeho kľaknutie nespustí vo finančnom sektore reťazovú reakciu. Keď sa fondu v septembri 1998 nepodarilo získať zdroje na uhradenie krátkodobých záväzkov, dostali jeho partneri spoločnú ponuku na predaj od Goldman Sachs, AIG a od Warrena Buffetta. Buffett im dal na rozmyslenie celú jednu hodinu. Partnerom sa zdalo ponúkaných 250 miliónov dolárov málo, keďže ešte na začiatku roku mal ich fond čistú hodnotu 4,7 miliardy, a odmietli. Svet opäť zachránila centrálna banka. Fed zorganizoval pôžičku pre fond vo výške 3,6 miliardy dolárov, na ktorú sa vyskladali všetky veľké

investičné a komerčné banky, nevynímajúc švajčiarsku UBS, nemeckú Deutsche Bank či francúzsku Société Générale. Jedinou investičnou bankou, ktorá sa na pomoci odmietla podieľať, bola banka Bear Stearns.

Okrem organizácie kolúzie na finančnom trhu, ktorú by v iných sektoroch ekonomiky štát okamžite trestal zásahom protimonopolného úradu, Greenspan Fed zareagoval na kolaps fondu špekulantov – akademikov a na problémy ruského rubľa aj hysterickým znížením základných úrokov v ekonomike v troch po sebe nasledujúcich krokoch spolu až o 0,75 percenta. „Názory, že sa v ekonomike nič zásadné nezmenilo, ktoré počúvam od väčšiny z vás, mi pripadajú presné,“ povedal Greenspan ku koncu mimoriadneho verejného stretnutia centrálnych bankárov FOMC v polovici októbra 1998.<sup>385</sup> Napriek tomu, že situácia na finančných trhoch vyzerala už po prvom znížení základného úroku stabilizovaná, šéf centrálnej banky pristúpil k ďalšiemu prekvapivému zníženiu. Iba 16 dní po tom poslednom a prekvapivo mimo plánovaného zasadania centrálnych bankárov. Tento krok trhy vyhodnotili ako jasný signál, že Greenspan spraví všetko preto, aby sa im darilo. Že všetci vedeli, o čo ide, dokumentuje varovanie vtedajšieho šéfa Fedu v St. Louis, ktorému sa toto nabiehanie finančníkom nepozdávalo. Tvrdil, že také znižovanie úrokov môžu trhy interpretovať „ako snahu zachraňovať hedžové fondy“. Napriek rýchlo rastúcim akciovým trhom to o mesiac Greenspan spravil znovu. Základný úrok znížil o ďalšiu štvrtinu percentuálneho bodu.

### Centrálna banka v službách Wall Street pri nafukovaní internetovej bubliny

Na finančných trhoch zavládla eufória, akcie rýchlo rástli. Greenspanova garancia bola vytetovaná do podvedomia investorov a špekulantov. Bublina v akciách dorasla do absurdných rozmerov. Promotéri obchodovania na Wall Street, na finančných televíznych kanáloch či v printových médiách obhajovali neospravedliteľné excesy v cenách akcií halucináciami o novej ekonomike. Očakávané obrovské skoky v produktivite vďaka novým technológiám mali legitimizovať astronomické ceny za akcie spoločností bez zisku a často dokonca bez akéhokoľvek obratu. Centrálnou bankou živená mánia sa najviac prejavovala v akciách internetových spoločností. Spoločnosť Theglobe.com vydala akcie v novembri 1998. Počas jediného obchodovacieho dňa vzrástli z počiatočnej ceny 9 dolárov o vyše 500% až na 63,5 dolára. Hodnota celej spoločnosti na základe cien jej akcií presiahla 5 miliárd dolárov, a to napriek tomu, že za prvé tri štvrtroky mala obrat iba 2,7 milióna. O tri roky neskôr zbankrotovala.<sup>386</sup> Ľudia do špekulácií na akciách dávali celoživotné úspory, požičiavali si od známych či brali si hypotéky. Niektorí namiesto toho, aby poslali peniaze daňovému úradu, sumu investovali do internetových akcií, presvedčení o tom, že výnos bude výrazne vyšší ako penalizačný úrok z omeškania splatnej dane.



Absurdných prejavov bubliny už bolo toľko, že ju nedokázali ignorovať ani všetci v centrálnej banke. Na zasadnutí FOMC v decembri 1998 opatrne upozornil na možné následky Greenspanovej garancie finančným trhom Jerry Jordan z clevelandského Fedu: *„Tak ako asi každý, aj ja som videl investičné informačné bulletiny, reporty investičných poradcov či hovoriace hlavy na CNBS (spravodajská televízia zameraná na investovanie, pozn. autora), ako tvrdia, že neexistuje riziko, že by sa akciové trhy v budúcnosti prepadli, keďže hneď ako by sa pokles cien čo i len začal, Fed by uvoľnil monetárnu politiku, aby ho podporil. Podľa ich názoru preto trh môže ísť odtiaľto iba smerom hore. Myslím si, že čoraz viac a viac ľudí začína tomu veriť a podľa toho sa aj správať.“*<sup>387</sup> Ani tejto poznámke sa však nepodarilo vyvolať diskusiu alebo aspoň akúkoľvek reakciu od šéfa Fedu Greenspana. Súdiac podľa jeho prejavov, Greenspan sa snažil absurdný rast cien racionalizovať rovnako ako naivní investori – príchodom „novej ekonomiky“ a nepredstaviteľnými ziskami vyplývajúcimi zo zvýšenej produkcie, ktoré sú už už za dverami. Až do trpkého konca, ktorý prišiel prasknutím akciovej bubliny v roku 2000. Ešte 6. marca 2000, teda štyri dni pred absolútnym vrcholom akciového indexu NASDAQ, hovoril na konferencii o „novej ekonomike“ v Bostone o prichádzajúcom výbuchu produktivity. *„Fakt, že boom kapitálových výdavkov stále silno pokračuje, naznačuje, že firmy stále nachádzajú širokú paletu potenciálnych a vysoko výnosných investícií zvyšujúcich produktivitu. Nevidím nič, čo by naznačovalo, že sa tieto príležitosti v blízkom čase vytratia. V skutočnosti mnohí argumentujú, že tempo inovácií sa v nasledujúcich rokoch bude aj naďalej zrýchľovať, vďaka využitiu potenciálu pre elektronický obchod, ktorý je stále z veľkej miery nevyužitý...“*<sup>388</sup> NASDAQ v 30 mesiacoch nasledujúcich po tejto konferencii stratil 84% svojej hodnoty. O existencii bubliny a o tom, ako sa nedala predpovedať, či sa s ňou nedalo nič robiť, začal Greenspan hovoriť až po jej prasknutí. To už sa snažil prepísať históriu, ktorá dokazovala, že bublinu odmietal nazvať bublinou, až kým nebolo po nej.

### Greenspan je preč, štátna garancia zostala

Greenspan liečil následky prasknutej bubliny ďalšou bublinou, tentoraz v nehnuteľnostiach. Ešte predtým, než praskla aj tá, vymenil ho na poste šéfa Fedu Ben Bernanke. Filozofia centrálnej banky ostala rovnaká. Garancia pre investičné banky a Wall Street zostala a pokrízové záchranné práce finančníkov nesklamali. Fed zlými peniazmi podporil trhy a zachránil nielen existenciu investičných bánk, ale aj pokračovanie ich výnosného podnikania. Banky sa nemuseli vzdať ani len časti svojich minulých ziskov a po krátkej pauze vďaka politike Fedu opäť rozprávkovo zarábali. Napríklad investičná banka Goldman Sachs mohla už rok po záchrane zo štátnych peňazí svojim zamestnancom a manažérom vyplatiť vďaka obrovským ziskom najvyššie odmeny v histórii firmy. Len za prvé tri štvrtroky 2009 to bolo

v priemere 530-tisíc dolárov na jedného zamestnanca.<sup>389</sup> Po výbuchu verejnej nevole banka narychlo znížila v poslednom kvartáli platby do fondu odmien, aby zisky zo štátnych privilégií v stále pomaly rastúcej ekonomike neoslavovala príliš okato. Nakoniec tak súčtom ročných odmien o trochu podliezla rekordný rok 2007.<sup>390</sup>

### Keď sú topiaci sa priberčiví

Zhubné efekty záchrany súkromných finančných inštitúcií štátom možno ilustrovať na prípade investičnej banky Bear Stearns. Fed zorganizoval a prefinancoval záchranu tejto banky na počiatku krízy, začiatkom roka 2008. Veritelia banky dostali vďaka štátu späť všetky svoje peniaze. Dokonca aj akcionári, ktorí by prišli v prípade absencie ochrannej ruky štátu pred kapitalistickým peklom o 100% hodnoty svojich podielov, mali získať aspoň 10 dolárov za akciu.<sup>391</sup> Tento darček od štátu vyslal dôležitý signál ďalším investičným bankám, ktoré sa nachádzali v podobných problémoch. Namiesto toho, aby v nasledujúcich mesiacoch húževnato zháňali kapitál, kde a ako sa len dalo, boli priberčiví ako miss strednej školy na maturitnom večierku. Verili, že im chrbát kryje Fed a ponuky na dodatočný súkromný kapitál si môžu vyberať. Dopriali si luxus vyčkávania na zlepšenie situácie v cenách finančných aktív, a tým aj ceny ich akcií. V tom čase sa kríza ešte naplno nerozbehla a na trhu ešte existovalo relatívne dosť záujemcov o kapitálový vstup do problematických investičných bánk. Dokonca aj o kúpu neslávne známej Lehman Brothers sa v lete 2008, iba pár mesiacov pred jej kolapsom, zaujímala megapoistovňa MetLife, britská banka Barclays či japonskí investori. Existujúcich potenciálnych investorov však nakoniec odradili nerealistické požiadavky bankárov týkajúce sa podmienok, za ktorých mal nový kapitál do bánk vstúpiť. Topiaci sa si vyberali záchranárov.

S implicitnou garanciou zo strany Fedu počítali nielen investičné banky, ale aj ich veritelia a celý finančný trh. Preto to obrovské prekvapenie a následná panika, keď Fed oznámil, že investičná banka Lehman Brothers nie je Bear Stearns, a otočil sa jej chrbtom. Jednou hypotézou, prečo tak dramaticky ochladol vzťah štátneho regulátora práve k tejto banke po toľkej bezhraničnej láske k celému sektoru, je, že na rozdiel od Bear Stearns, kde boli vo veľkej miere veriteľmi ostatné americké investičné a komerčné banky, pri Lehman Brothers boli veritelia viac koncentrovaní a z veľkej časti zahraniční. Štátnym úradníkom sa preto mohlo zdať, že bankrot tejto banky neohrozí veľkými stratami na medzibankovom trhu americký tieňový bankový systém,

*ale veľká časť bolesti sa exportuje mimo americké hranice. Na prvom mieste síce bola veľká americká banka Citi, ale zvyšok tvorili záväzky hlavne voči veriteľom z Japonska, kórejským a iným ázijským bankám, ktorým chýbal lobistický vplyv na americkú administratívu a telefónne číslo na vtedajšieho ministra financií Hanku Paulsona.<sup>392</sup>*

*So záujmom poisťovne MetLife o kúpu Lehman Brothers je spojený aj jeden príbeh, odhaľujúci spôsob fungovania štátnej regulácie a motivácie regulátora. Záujem MetLife bol vážny, keďže táto firma chcela prostredníctvom investičnej banky vstúpiť do nového sektora. V rámci due diligence, ktoré malo zhodnotiť reálnu situáciu kupovaného subjektu, poisťovňa detailne preskúmala súvahu a finančný stav Lehman Brothers a to, čo našli, ich vôbec nepotešilo. Zistili, že Lehman je mŕtva banka. To bolo ešte začiatkom leta 2008. Členovi predstavenstva jednej spoločnosti disponujúcej výsledkami prieskumu napadlo, že zadarmo pomôže štátnemu regulátorovi v jeho verejnoprávnej funkcii ochrancu stability finančného sektora a podelí sa s ním o výsledky prácnej, detailnej a drahej analýzy finančnej situácie jednej z najväčších amerických investičných bánk. Zavolať vtedajšiemu prezidentovi newyorskej pobočky Fedu Timothy Geithnerovi a vysvetlí mu, čo MetLife v úprimnej snahe nakúpiť zistil. Poprednému predstaviteľovi Fedu vysvetlil, že majú v revíre škodnú, že v ním dohliadanom sektore pôsobí obrovská nesolventná banka a že by s tým mohli niečo spraviť. Geithner sa za túto občiansku službu nepoďakoval. Naopak, v telefónnom rozhovore sa správal pohrdavo a spochybňoval pravdivosť a relevanciu poskytnutých informácií.<sup>393</sup> Varovania ignoroval. O niekoľko mesiacov neskôr bankrot Lehman Brothers spustil paniku na finančných trhoch a zdesení predstavitelia Fedu strašili amerických politikov v Kongrese návratom do stredoveku. V januári 2009 Geithnera povýšili na ministra financií.*

~~~~~

Banky, ktoré vedia, že je pod nimi záchranná sieť z peňazí daňových poplatníkov, sa správajú inak, ako v prípade, keby tam nebola. Ak by hrozil pád na tvrdú zem, za mnohými jablčkami na strome bohatstva by sa po suchých a tenkých konároch nikdy nevybrali. Padali by preto menej často, a keď, tak z menšej výšky. Strata vlastného príjmu a majetku vie zázračným spôsobom zvýšiť citlivosť voči rizikám, ktoré hrozia inštitúciám spravujúcim peniaze aj iných ľudí. Nejde len o americký problém. Vydieranie daňových poplatníkov a následná štátna záchrana príliš veľkých bánk na to, aby padli, je vzhľadom na gigantické rozmery európskych finančných inštitúcií aj Achillovou päťou európskej ekonomiky. Kým aktíva očistené od záväzkov najväčších amerických bánk nedosahujú ani 16% HDP, európske banky sú veľké často ako celý ročný hrubý domáci produkt krajiny, v ktorej sídlia (UK,



Francúzsko, Nemecko), alebo v prípade menších krajín je najväčšia tamojšia banka dokonca výrazne väčšia ako ročná produkcia celej ekonomiky (Holandsko, Dánsko, Španielsko, Švajčiarsko).<sup>394</sup>

## Zombie banky

„Keďže tieto banky sú posilňované a podporované zo zdrojov daňových poplatníkov, musia si splniť svoju povinnosť poskytovať úvery,“ povedal v októbri 2008 pri schválení programu TARP námestník amerického ministra financií.<sup>395</sup> Ďalším z proklamovaných cieľov programu bola snaha o zníženie rizikovosti finančných subjektov a podpora ich stability. Realita správania bánk po získaní zdrojov od amerických daňových poplatníkov ukazuje presný opak. Zodpovedá skôr hypotéze o morálnom hazarde vyvolanom štátnou garanciou pre neúspešných veľkých. Z porovnania podnikových úverov poskytnutých bankami pred TARPom a obdobia takmer dvoch rokov po TARPu vyplynuli zaujímavé postrehy.<sup>396</sup> Kým malé banky, ktoré získali zdroje z TARPu, nové úvery poskytovali iba subjektom s lepším investičným ratingom, veľké banky sa po čerpaní zdrojov z TARPu začali správať agresívnejšie a úvery poskytovali rizikovejším subjektom s horším ratingom. Pritom iné veľké banky, ktoré peniaze z TARPu nečerpali, nezmenili prístup k posudzovaniu rizikovosti úverovaných subjektov.

Pozastavenie platnosti pravidiel kapitalizmu pre banky po roku 2008 viedlo k tomu, že príliš veľké banky sa stali ešte väčšími. Kým v roku 2007 malo päť najväčších amerických bánk aktíva vo výške 43 percent amerického HDP, po štátnej záchrane v roku 2011 to už bolo 56 percent HDP, čiže 8,5 bilióna amerických dolárov.<sup>397</sup> Banky na pokraji bankrotu nabrali na seba ešte viac rizika a konzervatívne a zodpovedne podnikajúce banky boli potrestané nemožnosťou zabrať trhové podiely zlyhaných subjektov hrajúcich vabank.<sup>398 399</sup> Štátna záchrana viedla v Európe k vytvoreniu zombie bán. Tieto banky vzhľadom na nedostatok vlastného kapitálu prestali robiť klasický bankový biznis spočívajúci v poskytovaní úverov. Namiesto toho v strachu o holé prežitie likviditnej krízy buď kumulovali rezervy v podobe hotovosti a rezerv na účte v centrálnej banke, alebo využívali úrokovovo zvýhodnené úverové linky na nakupovanie štátnych dlhopisov s vyšším úrokom na dlhších splatnostiach. Všeobecné povedomie finančného sektora o otvorených dvierkach na verejnej kase a prístup k zlým peniazom zadarmo vytvára problematické motivácie v systéme. Ten, kto nemá rizikovú súvahu, má zbytočne vysoké náklady z príliš vysokého podielu vlastného kapitálu a nízke zisky z príliš konzervatívnych investícií. Dopláca tak na ostatných, ktorí sa spoliehajú na podporu zo strany štátu, a šetrí náklady v podobe nízkeho vlastného kapitálu. Takto sa správanie bánk strategicky samovoľne koordinuje a vytvára budúce náklady pre spoločnosť v podobe kapitálu, ktorý bude potrebný na ich záchranu.<sup>400</sup>

Zamrznutá evolúcia finančného sektora, keď štát nedovolí neefektívnym inštitúciám vymrieť, skôr či neskôr postihne celú spoločnosť. Tieto subjekty samy spotrebovávajú kapitál a zároveň zlým fungovaním a pochybnými investíciami deformujú alokáciu kapitálu v ekonomike. Je možné, že kumulácia chýb povedie v prípade ďalšieho otrasu k hromadnému vyhynutiu týchto finančných dinosaurov. Potom však môžu so sebou do hrobu zobrať ešte väčšiu časť ekonomiky, ako by to bolo v poslednej kríze, keď ešte štáty mali na to, aby ich zachránili.

### Záchrana finančného sektora bola výborná investícia

Štyri roky po záchrane AIG sa podarilo americkému štátu predat' na trhu akcie tejto spoločnosti za cenu, ktorá pokryla výdavky spojené s jej záchranou v celkovej výške 182 miliárd dolárov. Predajná cena akcií dokonca zabezpečila pre daňových poplatníkov aj 23-miliardový zisk.<sup>401</sup> Ministerstvo financií si nedalo ujsť túto príležitosť na zlepšovanie imidžu a obhajobu záchrany finančníkov zo spoločnej kasy. Veď pozitívnych správ z tohto sektora bolo v posledných rokoch ako šafranu. Niektorí komentátori sa dali natoľko uniesť, že s nadšením začali vyhlasovať záchranu amerického finančného systému za vynikajúcu investíciu peňazí daňových poplatníkov americkým štátom. Ide o podivný zvrät v komunikácii zmyslu celej akcie. Peniaze z TARPu a ostatných programov neboli finančníkom a automobilkám poskytnuté preto, lebo štátne inštitúcie hľadali vhodné investície s vysokou návratnosťou pre voľné zdroje svojich občanov, ale preto, lebo finančnému systému údajne hrozil kolaps a súkromný sektor mu akékoľvek zdroje požičať odmietal. Áno, k finálnemu kolapsu nakoniec nedošlo. To však neznamená, že celú operáciu môžeme automaticky považovať za úspech.

Na to, aby sme mohli posúdiť, či bolo poskytnutie zdrojov súkromným finančným inštitúciám za extrémne výhodných podmienok dobrý krok alebo nie, musíme vyhodnotiť všetky náklady a výnosy takéhoto rozhodnutia. V bilancovaní nesmú chýbať náklady morálneho hazardu v podobe potvrdenia existencie štátnej garancie podnikania veľkých finančných inštitúcií, pričom tieto náklady sa prejavujú v dlhšom horizonte. Zamedzenie kreatívnej deštrukcie a vzniku nových inovatívnych spoločností v sektore vrátane záchrany zlých manažérov ničiacich kapitál. Neekonomické presúvanie zdrojov z iných sektorov ekonomiky. Potrestanie konzervatívne hospodáriacich inštitúcií, ktoré na pomoc neboli odkázané. Spoločnou charakteristikou týchto nákladov je ich zložité vyčíslenie, ale napriek tomu ich nesmieme opomenúť. Výhodnosť záchrany navyše nemôžeme porovnávať s odhadom nákladov a výnosov v prípade konca sveta, ale s alternatívnymi riešeniami krízy, akými mohli byť napríklad rýchle likvidácie nesolventných inštitúcií, nútená správa systémovo dôležitých inštitúcií, ich rozdelenie a predaj novým majiteľom, presun časti strát na veriteľov. Až porovnanie s dosahmi alternatívnych

postupov na zamestnanosť, silu a rýchlosť ekonomického oživenia, rozdelenie bohatstva v spoločnosti a dlhodobú stabilitu finančného systému s tým, čo sa skutočne stalo, by mohlo umožniť vynášanie súdov o tom, čo bola optimálna reakcia na vzniknutú situáciu. Oficiálny príbeh o výhodnom obchode pre daňovníkov neseď ani v prípade, keď ignorujeme efekty na ekonomiku a dlhodobé náklady a na celú operáciu sa pozeráme len ako na investičnú transakciu. Pri vyhodnocovaní investície si nevystačíme s primitívnym modelom sledovania návratnosti na základe tokov hotovosti. Rozdiel medzi príjmami a výdavkami treba upraviť aj o stratený výnos z alternatívneho použitia týchto prostriedkov. Čiže, aký by tieto zdroje dosiahli výnos, ak by ich Američania investovali v iných sektoroch ekonomiky alebo za ne nakúpili zahraničné aktíva. Jednoduchým nákupom fyzického zlata v septembri 2008 a jeho predajom v decembri 2012, keď sa americký štát akcií AIG zbavil, by americkí daňoví poplatníci zarobili desaťkrát viac. Ešte väčšou chybou pri vyčísľovaní výnosov, ktorej sa dopúšťal zatiaľ každý, koho som tieto zisky počul oslavovať, je ignorovanie miery rizika použitia týchto peňazí, o ktoré treba každú investíciu upraviť. Ak to nespravíme a investíciu chválime iba na základe jej výnosov, potom sa správame podobne ako niekto, kto chváli taxikára za to, že sa na miesto určenia dostal skôr ako jeho konkurencia, lebo išiel cez obce rýchlosťou 150 km/h a iba náhodou nikoho nezabil. Ak existuje pravdepodobnosť 1:1, že stratíme všetky svoje peniaze, podmienkou investície do daného podniku by mal byť očakávaný výnos, ktorý presahuje 50%. Pri zohľadnení rizika straty veľkej časti investovaných verejných peňazí je z predaja AIG realizovaný zisk ani nie 3 percentá ročne žalostne nízky.

Že otvárať šampanské pre návratnosť peňazí daňových poplatníkov z pomoci finančnému sektoru je v USA predčasné, nemusíme dokazovať sofistikovanou investičnou matematikou. Stačí prestať vyberať AIG čerešničky z koláča a pozrieť sa na TARP ako celok. Aj z čisto hotovostného hľadiska bol americký daňový poplatník päť rokov po záchrane stále v strate. Z celkového zoznamu zachraňovaných inštitúcií z TARPu a hypotekárnych agentov Fannie a Freddie vyplýva, že ešte v polovici roka 2013 sa z poskytnutých zdrojov stále nevrátilo 60 miliárd dolárov,<sup>402</sup> čiže 10 percent poskytnutej pomoci.

### Vačšinou je to o záchrane veriteľov - prípadová štúdia AIG

*Záchrana American International Group (AIG) je prípadovou štúdiou neschopnosti štátnych orgánov efektívne regulovať finančný sektor. Táto spoločnosť predávala okrem životných poisťok a iných štandardných poisťných produktov aj poistenie (Credit Default Swaps) na dlhové cenné papiere prostredníctvom svojej finančnej dcéry. Tie v priebehu krízy strácali hodnotu. Napriek tomu, že tvorili iba*



malý zlomok jej celkových záväzkov, dostali ju na pokraj bankrotu, keďže z prepádov cien hypotekárnych cenných papierov vyplynula povinnosť okamžite zložiť veľký objem kapitálu ako záruku proti prípadnému poistnému plneniu v budúcnosti. AIG nemala dostatok peňazí, aby tieto krátkodobé záväzky uhradila. Po niekoľkých telefonických rozhovoroch ministra financií USA a bývalého partnera investičnej banky Goldman Sachs Hanka Paulsona s vtedajším šéfom Goldman Sachs sa spustila záchrana AIG z verejných zdrojov. Spoločnosť získala úver z Fedu v New Yorku vo výške 85 mld. dolárov. Rovnako ako v prípade záchrany Bear Stearns, centrálna banka použila 70 rokov starú výnimku, ktorá umožnila centrálnej banke vo Veľkej hospodárskej kríze poskytnúť úver vo výnimočných prípadoch jednotlivcovi alebo súkromnej inštitúcii. K tomuto úveru neskôr pribudol ďalší vo výške 37,8 miliardy,<sup>403</sup> 70-miliardová injekcia do vlastného kapitálu AIG z programu TARP a nákup problematických aktív AIG v hodnote 52,5 mld. dolárov amerických štátom.<sup>404</sup> Mnohým uniká, že pri záchrane väčšiny finančných inštitúcií nejde ani tak o ich akcionárov, ako o manažérov a veriteľov. Manažéri si tak ešte môžu doplatiť odmeny a veritelia neprídu bankrotom o veľkú časť svojich pohľadávok. Pri hľadaní osôb, ktoré usilovnou prácou a kontaktmi pomôžu vybaaviť štátnu záchranu, preto netreba hľadiť na majiteľov nešťastných inštitúcií, ale skôr na predstaviteľov ich najväčších veriteľov. Tak to bolo pri záchrane „Grécka“ v eurokríze a rovnako aj pri záchrane AIG v USA. Vďaka peniazom daňových poplatníkov mohla finančná dcéra AIG ďalej existovať a vyplatiť svojich veriteľov, ktorí mali pohľadávky vyplývajúce z nakúpených poistiek. Zaujímavosťou je, že najväčší objem pohľadávok držal francúzsky bankový gigant Société Générale, preto možno záchranu AIG považovať aj za nepriamu podporu európskeho bankového sektora. Druhým najväčším veriteľom s 12,9 miliardami dolárov bol už spomínaný ministrov poradca na telefóne, investičná banka Goldman Sachs. Ak by sme aj uverili katastrofistom v americkom Fede a na americkom ministerstve financií, ktorí celú akciu spustili, stále ostáva nezodpovedaná otázka, prečo pri záchrane nezastupovali záujmy daňových poplatníkov a nežiadali od veriteľov AIG spoluúčasť na celej operácii. Veď práve oni uverili solventnosti AIG a urobili množstvo hlúpych investičných rozhodnutí, ktoré následne podľa štátnych predstaviteľov ohrozili finančný systém, svet a slnečnú sústavu. Namiesto tvrdého vyjednávania o výške haircutu, odpisu časti pohľadávok veriteľov, stredný manažment Fedu v New Yorku, ktorý pomoc riadil, poslal strednému manažmentu veriteľských bánk priateľskú otázku, či by boli ochotní vzdať sa v rámci záchrany časti svo-

jich pohľadávok voči AIG. Žiadne stretnutia s riaditeľmi veriteľských bánk, žiadny nátlak a tvrdé podmienky zo strany regulátora a veriteľa poslednej inštancie zastupujúceho daňových poplatníkov. Jednoduchý dotazník. Na veľké prekvapenie, veritelia odpovedali: „Nie.“ Preferujú 100 centov peňazí daňových poplatníkov na každý dolár, ktorý im AIG dlží.<sup>405</sup> Jedinou výnimkou bola švajčiarska banka UBS, ktorá so zvyškami švajčiarskej starosvetskej bankárskej slušnosti veľkoryso ponúkla, že je ochotná vzdať sa dvoch percent z pohľadávky. Regulátor obhajujúci záujmy voličov a daňových poplatníkov túto ponuku ignoroval a všetkých vyplatil v plnej výške.<sup>406</sup> Timothy Geithner, vtedajší šéf Fedu v New Yorku, manažér celej operácie tlačil na to, aby finančné inštitúcie v pozícii veriteľov nestratili ani cent. S týmto cieľom ponúkal súkromným protistranám aj v iných záchranných programoch za skupované toxické aktíva veľmi štedré, netrhové ceny.<sup>407</sup> Ako ukázali neskôr vyžiadané emaily, Geithner zakázal vedeniu AIG poskytnúť o konečných príjemcoch záchrany akékoľvek informácie nielen verejnosti, ale dokonca aj ďalšiemu štátnemu regulátorovi akciových trhov – SEC.<sup>408</sup> Detaily pomoci investičným bankám záchranou AIG boli zverejnené až v marci 2009, čiže dva mesiace po tom, ako bol Geithner vymenovaný za ministra financií. Úlohu Geithnera v tomto znárodnení strát finančníkov zhrnula vtedajšia šéfka amerického fondu poistenia bankových vkladov Sheila Bair: „Problémom bol samotný Tim Geithner.“ Sama navrhovala reštrukturalizáciu viacerých finančných inštitúcií, otvorenie zmlúv niektorých zlých hypoték a donútenie bánk realizovať straty ich odpísaním. No na tieto návrhy padal prach na Geithnerovom stole, keďže „bolo ľahšie vypisovať množstvo šekov veľkým finančným inštitúciám“. Aj preto si Geithner od nej vyslúžil titul „hlavný záchrana“.<sup>409</sup> Mozaiku dopĺňajú informácie, že dvaja Geithnerovi oficiálni poradcovia dostávali za prednášky od súkromných finančných inštitúcií, ako napríklad Goldman Sachs, odmeny vo výške niekoľko miliónov dolárov.<sup>410</sup> Wall Street na svojich hrdinov nezabúda a „hlavný záchrana“ sa po opustení ministerského postu cez karuselové dvere dostal na prezidentskú stoličku private equity firmy Warburg Pincus.<sup>411</sup> Paradoxom celého príbehu záchrany AIG je, že investičná banka Goldman Sachs by pravdepodobne neprerobila ani v prípade, keby haircut na ich pohľadávkach dosiahol niekoľko desiatok percent. Proti riziku ich nesplatenia sa poistili predajom AIG akcií nakrátko. Prepadom ich ceny Goldman Sachs zarobil 10 miliárd dolárov. 12,9 miliardy, ktoré prišli od daňovníkov cez AIG, tak boli už len príjemným zlepšením výsledkov.

Aj takéto počítanie výrazne opticky nadhodnocuje finančnú úspešnosť. Najdôležitejšou výhradou, prečo nemôžeme prepadnúť radosti z investičných úspechov štátnych úradníkov v kríze, je kľúčová úloha Fedu, ktorú zohrala centrálna banka v celom procese. Nie TARP, ale nízke úroky a do sveta vykričaná ochota Fedu kúpiť za novovytvorené zlé peniaze akýkoľvek finančný toxický odpad či požičať peniaze je trvajúcou ultimátnou barlou finančných trhov. A tým aj cien aktív, z ktorých predajov sa výkaz ziskov a strát pomoci počíta. Stovky miliárd nových dolárov z Fedu umelo nafukovali zisky finančných inštitúcií a ceny akcií, za ktoré štát predával podiely získané v rámci programu TARP. To by v tom bol čert, aby garancia viac ako 7 rokov trvajúcich nulových úrokov nepomohla investičnému šťastiu úradníka. Ak by centrálna banka zavrela všetky okná, z ktorých ešte roky po oficiálnom skončení krízy padajú peniaze zadarmo priamo na Wall Street a nechala úrok stúpnuť na prirodzenú trhovú úroveň, zažili by sme zázrak, ktorý by priniesol zásadné škrtý cez prezentované počty. Umelo udržiavané ceny nehnuteľností, dotované nízkymi úrokmi na hypotékach by namiesto rastu opäť začali hľadať úroveň, na ktorej sa bez pomoci správcu zlých peňazí čistí trh. Poklesy cien domov a zlyhané úvery pri trhovovo vysokých úrokoch by v štátom prebraných hypotekárnych agentoch vytvorili ďalšie veľké straty. Vyššie úroky by znížili ceny dlhopisov, zastavenie prúdu nových peňazí by oslabilo akciové trhy. Ťažšie časy pre špekulantov by výrazne znížili zisky finančného sektora, a tým aj hodnotu ich akcií.

Predstavte si, že uzavriete havarijnú poisťku v poisťovni Zlatá baňa a pravidelne tam platíte poisťné. Po pár rokoch bez akejkoľvek nehody či spôsobených škôd auto predáte. Následne sa dozviete, že Zlatá baňa nebola ozajstná poisťovňa, ale tunel na zbohatnutie jej majiteľov. Spoločnosť zo zaplateného poisťného netvorila rezervy na vyplatenie záväzkov zo vzniknutých poisťných udalostí, ale namiesto toho príjmy z poisťného rovno vyplácala majiteľom ako zisk. Vďaka tomu mala ceny poisťného nižšie ako konkurencia, na čom ste ušetrili aj vy. Len málokto by však takú úsporu považoval za výhodný obchod. Mali ste jednoducho šťastie, že ste nemuseli čerpať poisťné plnenie, a preto ste na vlastnej peňaženke nepocítili, že išlo o podvod. Podobne ako táto poisťovňa funguje finančný systém. Rizikové stávky robí na rezervách celej spoločnosti. V spolupráci s Fedom sa investičné zisky dosahujú ľahko. Kapitálový výnos sa jednoducho vytlačí. Čo sa skutočne podarilo, by sme zistili až v prípade, že by sme finančný trh odpojili z infúzie zlých peňazí štátu.

### Bankovní akcionári sú dnes účastníci štátom dotovanej lotérie

Niektorí ekonómovia nesúhlasia s tézou, že štátna ochrana veľkých finančných inštitúcií vedie k nezdravému riziku akceptovanému bankami v honbe za výnosom. Ako protiargument uvádzajú záujmy akcionárov bánk, ktorí nominujú a kontrolu-



jú manažment. Na rizikové správanie by sami doplatili a aj napriek štátnej záchrane by prišli minimálne o časť svojho majetku buď zriadením ich podielu v banke pri jej rekapitalizácii, alebo poklesom ceny akcií. Sebecký záujem sčasti reguluje mieru rizika, ktorú sú banky ochotné akceptovať, no oveľa menej ako v iných odvetviach ekonomiky. Vzhľadom na privilegované postavenie bánk a ich ochranu zo strany centrálnych bánk tu môžu vlastníci podnikat' riskujúc relatívne nízke množstvo vlastného kapitálu. Ten býva iba drobným zlomkom celkových pasív bánk. Európske banky pracujú až so 40-násobnou finančnou pákou. To znamená, že na každých 100 eur investícií pripadá iba 2,5 eura vlastného kapitálu. Napríklad Deutsche Bank, ktorá je veľká ako 80% ročného HDP Nemecka, má oproti 2 240 tisícom miliárd eur aktív iba 55,8 miliardy vlastného kapitálu.<sup>412</sup> Ak sa nakúpeným aktívam, ako sú štátne dlhopisy, hypotéky či úvery, darí, zisky sú pre akcionárov vzhľadom na zanedbateľnú výšku vlastného kapitálu obrovské. Stačí na investovaných eurách dosiahnuť 5-percentný zisk a na každú akciu to predstavuje 200-percentný výnos. Na druhej strane, stačí malý výkyv v cene aktív opačným smerom a všetok vlastný kapitál je preč. Zvyšok straty vytvorenej bankármi skonzumujú veritelia banky, ako sú vkladatelia či inštitúcie, ktoré nákupmi dlhu banky financujú. Keďže vkladatelia sú nedotknuteľní, prípadné problémy bolia najviac veriteľov bánk. Preto sú práve oni najaktívnejší vo vybavovaní štátnej pomoci a zabezpečovania chráneného štatútu, ako sme videli v prípade AIG. Tak ďaleko, aby sa skutočne odpisovali veľké straty, to ani nemusí zájsť. Stane sa tak iba v prípade, že ceny nakúpených štátnych dlhopisov či hypotekárnych cenných papierov umelo nepodrží nad hladinou štát. Ani rekapitalizácia zo strany štátu v zlých časoch ešte nemusí pre akcionára znamenať koniec hry. Stačí akcie podržať a počkať. Expanzívna monetárna politika a zdroje od daňových poplatníkov prinesú opäť zisky, s ktorými sa dá zo záchranných programov hravo vykúpiť a získať tak svoje pôvodné podiely naspäť. Presne to mohli vďaka krokom Fedu spraviť po finančnej kríze americké banky.

Akcie obrovských predĺžených finančných inštitúcií sa preto z ekonomického hľadiska podobajú skôr na lístky v rizikovej lotérii než na klasické vlastnícke podiely v podniku. Sú to žreby s nízkou cenou, ale potenciálnym vysokým výnosom. V investičnom kontexte by sme ich mohli považovať za opcie umožňujúce prístup k budúcim ziskom bez záväzku hradiť straty. Priateľskí politici, ich regulátori a ochotná centrálna banka v tomto stávkovaní pomáhajú. Šťastene v rozhodovaní o tom, na čie konto sadnúť. Na zodpovedné, v dlhodobom horizonte na prosperitu zamerané správanie, typické pre klasických vlastníkov by som sa preto pri hľadaní pilierov stability finančného sektora príliš nespoliehal.

## Púť za makro obedom zadarmo – fiškálna stimulácia

Druhým dôležitým pilierom použitých protikrízových opatrení, okrem štátnej podpory a ochrany finančných subjektov, bola stimulácia ekonomiky fiškálnymi a monetárnymi intervenciami. Snaha ekonómov o stimuláciu vychádza z presvedčenia, že ekonomika je nestabilný systém, ktorému zlyhávajú korekčné mechanizmy. V ponímaní rakúskej ekonomickej školy stačí ekonomike, v ktorej sa striedajú neopodstatnené eufórie s následnou depresívnou opicou, vysadiť monetárne drogy dílované centrálnou bankou. V prípade keynesiánskeho pohľadu, po kríze opäť prekvapivo obľúbeného, je však ekonomika vnímaná ako pacient, ktorému neustále zlyháva imunitný systém, a preto je odkázaný na doživotné intervencie študovaných lekárov. Úlohu lekára v moderných ekonomikách prevzali ekonómovia, ktorí úprimne veria, že vedia zlepšiť dobrovoľné rozhodnutia, výmeny a zmluvy miliónov jednotlivcov. Ekonomika sa tak nachádza v úlohe nesvojprávneho pacienta v rukách odborníkov, ktorí ho napchávajú striedavo buď stimulujúcimi, alebo utlmujúcimi pilulkami monetárnej a fiškálnej politiky.

### Bez zjedenia koláčov nie je práca?

Keynesiánska stimulácia manipuláciou celkového agregátneho dopytu, ktorý dostal šok. Pri fiškálnej stimulácii sa ekonómovia snažia toto božstvo opäť nakloniť na stranu rastúcej spotreby, a to zvyšovaním štátnych výdavkov alebo znižovaním daní a odvodov financovaných na dlh. S vierou, že sa dá rozsiahlym míňaním štátu prepracovať k blahobytu, je však spojených viacero teoretických a praktických problémov.

Kolegu vyhodia z práce a Marka zamrazí pri predstave, že by sa niečo podobné mohlo stať aj jemu. Na krku hypotéka a rodina zvyknutá na slušný štandard. Rozhodne sa pre zmenu. Míňa priveľa a je najvyšší čas začať šetriť. Vytvorí rezervu na riešenie prekvapivých finančných problémov. Marek zníži rodinné výdavky, obmedzí nákup luxusnejších statkov a služieb. Z neminutej výplaty sa mu začnú hromadiť peniaze na účte. I keď sa to na prvý pohľad nezdá, podľa niektorých ekonómov zabíja Marek ekonomiku. Jeho výdavky sú príjmom niekoho iného. Ak ušetrí nekúpením nového televízora, potom jeho predajcovi a výrobcovi zníži príjem a aj oni sami sú donútení menej míňať. Ak si po ceste do roboty dostatočné množstvo Markov odpustí croissanty, pekár bude musieť prepúšťať a nebude investovať do ďalšej pece. Prepustení zamestnanci tiež obmedzia svoju spotrebu. Rozhodnutie ľudí šetriť vedie k spusteniu reťaze poklesu príjmov v ekonomike. Začarovaný kruh nižších výdavkov, a tým, aj nižších príjmov redukuje množstvo investícií a znižuje

je životnú úroveň. Ekonóm John M. Keynes to nazval paradoxom šetrenia. Podľa neho nie je v ekonomike ako celku, na rozdiel od úrovne jednotlivcov, šetrenie možné bez negatívneho dosahu na agregátny dopyt. A následne cez utlmenú ekonomickú aktivitu aj na celkové príjmy v ekonomike. Šetrenie škodí. Kým v klasickej ekonómii pred Keynesom platilo, že bez práce nie sú koláče, po Keynesovi sa ekonómia vymedzila od zvyšku sveta tvrdením, že bez zjedených koláčov nebude práca. Takéto zlyhanie trhu vytvára priestor na zlepšenie ekonomiky zásahom odborníkov. Ak ľudia dostanú záchvat šetrenia, nastupuje doktor štát a v snahe ochrániť blahobyt aplikuje ekonomickú medicínu v podobe fiškálneho stimulu. Úlohy nahradíť miznúci dopyt sa chytajú politici, ktorí si požičajú peniaze na mŕňanie, aby zastavili zhubnú ekonomickú špirálu. Keď šetria ľudia, musia politici mŕňať.

Zásadným detailom je, že v rámci takéhoto vnímania fungovania ekonomiky nehrá úlohu efektivita minútých výdavkov, teda koľko pridanej hodnoty prinesie jedno štátom minuté euro. Pri rozbiehaní ekonomickej aktivity fiškálnou stimuláciou je dôležitejšie mŕňať, než sa zamýšľať nad tým, na čo. Verejné peniaze sa môžu použiť napríklad aj na Keynesom spomínané vyhrabávanie a zahrabávanie zbytočných jám.<sup>413</sup> Samotné najímanie zamestnancov vykonávajúcich nezmyselnú prácu je ekonomickým dobrom, keďže ich platy a z nich financované výdavky prelomia depresívne efekty šetrenia.

## Ovce alebo vlci?

*Ani pri vysvetľovaní obľúbenosti fiškálnej stimulácie politikmi by sme nemali podľahnúť spoločenskému romantizmu a ignorovať osobné motivácie kľúčových hráčov. Ak ako nástroj na zjednodušenie komplexného vzťahu medzi politickou triedou a občanmi použijeme intenzitu ochoty robiť osobné obety pre všeobecné spoločenské blaho, môžeme rôzne druhy obyvateľstva a vlád rozdeliť do skupín na základe ich umiestnenia na extrémoch škály tejto sledovanej charakteristiky.<sup>414</sup> Môžeme mať nedôveryhodnú alebo dôveryhodnú vládu (hlavne zlodeji alebo prevažne úprimní zlepšovateľia spoločnosti) a pasívne alebo strategické obyvateľstvo (najmä lenivé ovce alebo skôr aktívni optimalizátori). Keynesiánsky makroekonomický konsenzus potom počíta práve s kombináciou dôveryhodnej vlády, ktorá riadi pasívne obyvateľstvo.<sup>415</sup> To znamená, že politici chcú predovšetkým naše dobro, a to aj na úkor svojej politickej kariéry, napríklad obmedzením výdavkov na vyrovnanie rozpočtu v čase ekonomického rastu. Na druhej strane model od ľudí očakáva, že nebudú schopní čiastočne predvídať a pripraviť sa na zmeny v daniach, verejných výdavkoch a inflácii, čím ich efektivitu výrazne ovplyvnia. Ak správne tušíte,*



*že dnešné rozhadzovanie vo výdavkoch štátu povedie k zajtrajším vyšším daniam, potom začnete na ne šetriť už dnes, čím eliminujete snahu vlády výdavkami stimulovať spotrebu. Takáto kombinácia vlády a druhu ľudí však príliš nezodpovedá tomu, čo okolo seba vidím ja. Náhodne vybraný politik alebo štátny úradník by sa z nestráženej štátnej kasy za predpokladu beztretnosti obslúžil rád. Ľudia, ktorých poznám ja, sa plateniu vyšších daní, než je vskutku nutné, skôr vyhýbajú. Neoklasický makroekonomický model verí skôr kombinácii dôveryhodná vláda a strategickí obyvatelia. To znamená, že politici maximalizujú dobro spoločnosti a ľudia predvídajú efekty politik a adekvátne ich zapracujú do svojho správania.*

---

### Paradox paradoxu šetrenia

Paradox šetrenia má viacero paradoxov. Každému, kto platí dane a neverí na deda Mráza, musí byť zrejmé, že štát nemôže minúť nič, čo by predtým niekomu inému nezobral. Plat robotníkov, ktorí kopú zbytočné jamy alebo stavajú poloprázdne diaľnice, financuje niekto iný. Ak chce politik v našom imaginárnom Krugmanistane fiškálne stimulovať a zamestná Jana, aby postavil futbalové ihrisko, tieto peniaze musí zobrať buď Ferovi na daniach, alebo si ich požičať od Joža. Tak či onak buď Fero, alebo Jožo bude musieť šetriť, čiže míňať menej, ako by míňal v prípade, že by nikto v krajine fiškálne nestimuloval. Zdroje použité na stimul preto musia chýbať niekde inde v ekonomike, kde sa o rovnakú sumu znížia výdavky. Fero donesie domov nižšiu výplatu, menej peňazí, napríklad na hračky pre deti. Jozef zas nakúpi štátne dlhopisy namiesto toho, aby požičal pekárovi na novú pec. Pekár tak nemôže dať zarobiť výrobcovi pecí a jeho zamestnancom. Financovaním fiškálneho stimulu znížené výdavky znížia príjmy ďalších ľudí, ktorí sú následkom toho sami nútení ďalej znížiť výdavky. Pri snahe vyhnúť sa jednej smrtiacej špirále politici rozbehnú ďalšiu. Fiškálna stimulácia vedie k paradoxu verejného míňania. Štátna stimulácia ekonomiky verejnými výdavkami môže skutočne stimulovať len v prípade, že politici použijú ľuďom zobratý kapitál efektívnejšie než súkromný sektor, ktorému bude chýbať. Súdiac podľa teórie a reálneho fungovania sveta sú však politici skôr expertmi na kopanie zbytočných jam ako na realizáciu projektov s vysokou návratnosťou. Fiškálna stimulácia je prerozdelením existujúceho bohatstva od tých, ktorí produkujú, k tým, čo ničia. Menej je tu viac. Neefektívne použité verejné výdavky ničením kapitálu znižujú potenciál budúceho rastu ekonomiky.

## plošné šetrenie ako cena za chyby v minulosti, a nie vrtoch živočíšnych pudov

Ekonomovia, ktorí obhajujú fiškálnu stimuláciu, prekvapujúco málo skúmajú otázku, prečo vôbec prepukne honba za likviditou a plošné šetrenie v ekonomike na počiatku recesie. Jav vysvetľujú mystickým konceptom živočíšnych pudov, ktoré sa v spoločnosti náhodne zjavujú a vytrácajú. Ako keby to bolo všetko, čo potrebujeme a chceme o tomto fenoméne vedieť. Ľudia však na svoje konanie zvyknú mať dobré dôvody. Náhla plošná korekcia spotrebných a investičných výdavkov prichádza ako následok zmeny očakávania ľudí o ich budúcich príjmoch a blahobyte spoločnosti. Možno ju vysvetliť precitnutím z monetárnej ilúzie vyvolanej predchádzajúcou záplavou zlých peňazí. Keď dostatočný počet ľudí pochopí, že nominálne sú bohatí, ale reálne budú mať vzhľadom na rastúce ceny problém, spustí sa proces adaptácie na chudobnejšiu realitu. Po nerealistických predstavách o ružových zajtrajškoch ľudia potrebujú začať šetriť a menej spotrebúvať. Nejde preto len o nejaký vrtoch či iracionalitu, ktorú by sa mal makroekonom snažiť kompenzovať fiškálnou či monetárnou politikou. Nižšie výdavky, investície, pokles cien, čistenie finančného sektora a nezamestnanosť sú dočasnými prejavmi úpravy produkčnej štruktúry ekonomiky tak, aby zodpovedala realite. Za celý môj život nenastal jediný moment, keď by som si nedokázal predstaviť, že by som vedel využiť viac času, priestoru, zdrojov. Vždy som teda chcel viac, než som mal. Limitujúcou podmienkou bola vzácnosť, čiže obmedzené množstvo toho, čo som mal k dispozícii, a nie absencia odhodlania, čo si s existujúcimi zdrojmi počať. Obmedzuje ma príjem, nie nedostatok fantázie, čo si s ním počať. Potenciálny dopyt je nekonečný bez ohľadu na počet, náladu alebo presvedčenie ľudí. Vždy sa nájde nepokosený trávnik, nepostavený dom, dôchodca bez opatrovateľa, nevymyslený technologický postup či choroba bez známej diagnostiky alebo liečby. Ak niekto prestane nakupovať statky preto, lebo šetrí peniaze, vždy sa nájde druhý človek v dlhočiznom rade na spotrebu daného zdroja, ktorý jeho miesto ochotne preberie. Šetrenie vyvolá pokles ceny vzhľadom na vyššiu vzácnosť peňazí a rast ich kúpnej sily. Nižšia cena znamená viac ďalších záujemcov, pre ktorých boli doteraz tieto spotrebné alebo kapitálové statky pridrahé. Teraz si ich môžu užívať, prípadne ich investovať do produkcie budúcich spotrebných statkov, ktoré zväčšia dostupné bohatstvo v budúcnosti.

Zvýšená miera úspor nie je príčinou ekonomických problémov, ale ich prejavom. Šetrenie je podmienkou na ekonomický rast či vôbec udržania existujúcej produkčnej štruktúry pokrytím odpisov produkujúceho kapitálu. Nie nedostatočný dopyt, ale nedostatok reálnych statkov na pokrytie celej existujúcej produkcie a neudržateľnej úrovne spotreby vyvolá recesiú. Ľudia nie sú zrazu menej hladní, smädní a chorí. Neprestali túžiť po novom aute, telefóne, exotickej dovolenke či po novom dome s veľkou záhradou, psom a oceľovo-sklenenou kuchyňou. To, že do-

mácnosti a hlavne podnikatelia nemíňajú toľko ako predtým, je prejavom nedostatku existujúcich zdrojov. Zdanlivo nadbytočná produkcia a nepredané zásoby tovaru v recesii nedokazujú nedostatočný dopyt, ale zlými peniazmi pomýlené investičné a produkčné rozhodnutia v minulosti, ktoré zaplavili trh statkami, o ktoré nie je záujem. „Nevyužité“ kapacity v automobilovom priemysle nenašartujeme fiškálnou stimuláciou v podobe štátnej dotácie na opravu kultúrnych pamiatok. Riešením takeéhoto nesúladu v ekonomike je korekcia spotreby a jej presun do budúcnosti vyššou mierou úspor a práce prekopanie produkčnej štruktúry tak, aby zodpovedala ekonomickej realite. Problém skladov plniacich sa nepredanými produktmi vyriešia ceny, ktoré na vlnu nového šetrenia musia reagovať poklesom.

### **Smrteľná deflačná špirála, začarovaný kruh a iné strašidlá**

Neplašte sa, nejde o katastrofu. Pokles cien zastaví pokles cien. Klesajúce ceny čistia trh a rastúca kúpna sila peňazí zabezpečia, že stúpne reálna hodnota peňažných zostatkov ľudí v peňaženkách či na účtoch. Rovnakých 100 eur úspor zrazu kúpi 120 eur hodnoty statkov a služieb. Šetrením vyvolané zlacnenie tak samo, automaticky, z podstaty fungovania peňazí v ekonomike, tlmí ďalšie šetrenie. Ľudia sa pri zháňaní likvidity nesnažia dosiahnuť nejaký arbitrárny počet peňažných jednotiek, ale konkrétnu kúpnu silu v podobe množstva statkov a služieb, ktoré si budú môcť za peňažný zostatok kúpiť. Vďaka poklesu cien sa do žiaduceho stavu dosporia rýchlejšie. Na druhej strane tí, ktorí vďaka rastu kúpnej sily jednej peňažnej jednotky majú zrazu v statkoch a službách nasporené viac, než plánovali, riešia túto situáciu spotrebou a investíciami. Okrem toho, že pomôžu zastaviť prepád cien v ekonomike, vytvoria aj dopyt a príjmy v iných častiach ekonomiky, ktoré zvýšia produkciu a nasajú uvoľnený kapitál a zamestnancov z mylných investícií. Rast úspor teda nevyvoláva podivne populárnu, neustále sa zrýchľujúcu smrtiacu špirálu, ale naopak, samoutlmujúci proces. Po korekcii sa systém ustáli blízko novej rovnováhy, keď sú dlhodobé spotrebné a investičné plány ľudí zosynchronizované s produkciou ekonomiky. Autokorekcia ekonomiky bez vonkajšieho zásahu predstavuje odčarovanie začarovaného kruhu, smrť smrteľnej špirály. Robí makro ekonómov nezamestnanými. Paradoxne práve ich recepty pôsobia proti popísaným prirodzeným korekčným procesom, čím celý proces adaptácie predražujú a naťahujú. Fiškálna stimulácia dočasne vytvára umelý dopyt tam, kde by žiadny nemal byť, a zbytočne predlžuje smrť likvidáciou nadmerných kapacít či celých odvetví. Monetárna stimulácia znižuje informačnú hodnotu cien a vyvoláva drahé chyby v ekonomickej štruktúre. Proces šetrenia a prepádu nákupov tak trvá dlhšie ako v prípade, že by sa ekonómovia ničoho nedotýkali.



## Mars útočí, ekonómovia jasajú

Po kríze sa z dlhej, niekoľko dekád trvajúcej akademickej klinickej smrti prekva-pivo prebudil paleokeynesianizmus. Podľa vývoja ekonómie hlavného prúdu mohol človek nadobudnúť dojem, že žiadny moderný ekonóm už nemôže dnes považovať praobraz kopania povestných Keynesových jám za ekonomicky zmysluplnú činnosť. Diskusia o spôsobe rozbehnutia ekonomického stroja expertmi pokrízou dokázali opak. Predstavte si, že v rámci programu vyhľadávania mimozemskej civilizácie SETI sa počas veľkej recesie podarí dekodovať vojenskú komunikáciu Martánov plánujú-cich preventívny útok na Zem. Tamojší politici vyhodnotili sondy a prieskumné vozidlá od Vikinga 1 cez Pathfinder, Spirit, Opportunity až po Curiosity ako pred-voj prichádzajúcej invázie. Tej chcú predísť práve vojenským úderom na oblasti Zeme, odkiaľ tento robotický odpad na ich planétu prilieta. Do operácie Pozemská sloboda ostáva jeden rok. Odhalenie martánských plánov získalo americkému štá-tu 12 mesiacov času na prípravy na hroziaci útok. Pri stavbe podzemných bunkrov sa premiestnia celé pohoria zeminy, vylejú moria betónu a osadia lesy oceľových výstuží. Masová produkcia lietadiel, rakiet a obranných zbraňových systémov za-mestná väčšinu priemyselných pracovníkov a najbystrejšie mozgy krajiny. Hrozia-cim útokom zvýšená časová preferencia ľudí stimuluje spotrebu, namiesto hroma-denia peňazí si ľudia nevediac, ako to celé dopadne, všemožne užívajú. Veď načo šetriť na dôchodok, keď môže človeka čochvíľa vypariť martánsky laseromet. HDP exploduje, nezamestnanosť klesne na nulu. Iba niekoľko týždňov pred termínom očakávaného útoku svet zažije šokujúce odhalenie. Záznamy sú podvrhom. Nešlo o autentickú komunikáciu Martánov, ale o fabuláciu časti účastníkov SETI siete organizovaných v skupine hacktivistov Spotrebou k celosvetovému bohatstvu!

Množstvo chybných investícií v podobe zbytočných podzemných krytov, in-tra-galaktických zbraňových systémov a komôr plných sušenej fazule. Economic-ká katastrofa v podobe premrhaného ľudského a reálneho kapitálu, ktorý museli naši predkovia storočia sporiť. Kdeže, zjavne nerozumiete keynesiánskej makroe-ekonomii. Presne takáto hrozba a ňou vyvolená reakcia by bola pre pokrízovú ame-rickejšiu ekonomiku požehnaním. Keynesiánsky ekonóm Paul Krugman hypotetic-kú možnosť hroziaceho útoku mimozemšťanov uviedol ako príklad pozitívneho stimulu na naštartovanie pomaly rastúcej ekonomiky. Katastrofa ničiaca majetok alebo aspoň jej hrozba zapojí nevyužívané kapacity v ekonomike. Nezamestnaní naj-du prácu a ich nový príjem a spotreba budú mať pozitívne multiplikačné účinky na zvyšok ekonomiky. A porastie hrubý domáci produkt. Kto vie, či Krugman pozná albánskeho diktátora Envera Hodžu. Tohto komunistu možno považovať za jed-ného z pionierov v oblasti podpory rastu HDP prípravou na nenaplnenú vojenskú hrozbu. Jeho program bunkerizácie Albánska, v rámci ktorého sa po celej krajine postavilo 700 000 bunkrov, lesy, pláže a cintoríny nevynímajúc, je dodnes asi naj-lepším príkladom Keynesových zbytočných jám. V priemere jeden zbytočný bun-

ker na 4 obyvateľov, teda 24 bunkrov na štvorcový kilometer krajiny zvýšil HDP v rokoch ich výstavby (1967 – 1987), no na bohatstve tejto krajiny by sme pozitíva takého rastu produktu hľadali márne.

### Prečo nezbombardovať Paríž

Medzi pohromy, ktoré keynesiáni považujú za ekonomicky stimulačné udalosti, patria napríklad požiare, zemetrasenia, cunami či hurikány. Najlepšie bez obetí na zdraví a životoch, no s čo najviac zničeným kapitálom v podobe domov, áut či výrobných kapacít. Oslava ekonomickej deštrukcie sa objavuje v médiách pravidelne po katastrofách väčšieho rozsahu. Keynesiánski ekonómovia a nimi ovplyvnení novinári hovorili o pozitívnom vplyve, aký mali na ekonomický rast hurikán Katrina, japonské záplavy z vln cunami či dokonca útok teroristov na americké Svetové obchodné centrum. Mnoho ekonómov dokonca z hľadiska efektov na hospodársky rast pozitívne hodnotí vojnu, ktorá je sama definíciou opaku civilizačného procesu. Druhú svetovú vojnu považuje Krugman za záchranu americkej ekonomiky po Veľkej hospodárskej kríze. Podľa neho až tento gigantický celosvetový projekt verejných prác konečne nakopol ekonomický rast.<sup>416</sup>

Ak by hypotéza o prospešnosti likvidácie majetku a kapitálu pre hospodárstvo bola pravdivá, jedným z možných spôsobov naštartovania európskej ekonomiky po kríze by bola deštrukcia miest. Prečo neevakuovať a následne nezbombardovať Paríž? Lebo všetci intuitívne tušíme, že ničením sa k prosperite prepracovať nedá. Zdroje, ktoré sa minú na opravu zničeného mesta, sa mohli použiť na niečo iné. Rozbité sklo mohlo ešte roky slúžiť a ušetrené peniaze mohol namiesto sklenára zarobiť výrobca práčok. Túto stratu v podobe alternatívneho využitia kapitálu, ku ktorému vďaka potrebe nahradiť zničené statky nedôjde, však nevidno vo vývoji hrubého domáceho produktu,<sup>417</sup> a preto ju mnohí ekonómovia ignorujú. Kým ničenie kapitálu HDP neznižuje, zbrojenie a následná rekonštrukcia HDP zvyšuje. Takáto asymetrická slepota najobľúbenejšieho makroekonomického ukazovateľa vytvára štatistickú ilúziu, ktorá vedie k ekonomickým nedorozumeniam a pochybným politikám. Napriek možnému rýchlejšiemu rastu hrubého domáceho produktu je spoločnosť po katastrofách nutne chudobnejšia.

### Opatrne s HDP

Hrubý domáci produkt (HDP) a jeho zneužívanie politickou triedou je fenomén na samostatnú knihu. Expertný prístup k ekonomike ako k nesvojprávne mu pacientovi sa točí aj okolo tohto populárneho ukazovateľa ekonomického rastu. Na rozdiel od telesnej teploty alebo krvného tlaku nejde o objektívne, presne me-

rateľnú veličinu. Hrubý domáci produkt neexistuje, je to štatistický koncept, ktorý sa z veľkej časti odhaduje. Rovnako ako ostatné agregované makroekonomické veličiny často zahmlieva to, čo sa v skutočnosti v ekonomike deje. Nedoziete sa z neho, aká je kvalita jednotlivých eur, ktoré ho vytvorili z hľadiska potenciálu vytvárať budúci rast, alebo k akým zmenám štruktúry ekonomiky pri jeho tvorbe došlo. S výsledným súčtom sa síce ľahšie pracuje, no už nemá informačnú hodnotu pôvodných údajov, ktoré agreguje. Podobne ako z celkových hodnôt množstva vody, tukov, proteínov či minerálov nevieme zistiť, či ide o akvárium alebo rybaciú polievku, nevieme len zo zmeny veľkosti HDP zistiť, čo sa deje s ekonomikou v skutočnosti.

Zostavovaním HDP sa štatistickí snažia o odhad vytvorenej pridanej hodnoty v ekonomike na základe zozbieraných, neúplných dát o hospodárení podnikov, štátu a domácností. Jednou z mnohých prekážok pri vyčíslení rastu HDP je identifikácia toho, čo je reálna zmena objemu finančných transakcií a čo je iba efekt zmeny cien vzhľadom na rast množstva peňazí v ekonomike či zmenu počtu priemerných transakcií s jednou peňažnou jednotkou. O izolovanie „reálnych“ vplyvov sa ekonómovia snažia čistením nominálnych objemov o rôzne cenové indexy. No vzhľadom na to, že neexistuje niečo ako jednotná cenová úroveň a je nemožné presne odlúčiť zmeny v cenách vyvolané ponukou či dopytom od zmien vyvolaných väčším množstvom peňazí v obehu, ide vždy len o viac či menej presný odhad. Ďalším problémom pri kalkulácii HDP je, že vo viditeľných peňažných transakciách, ktoré sú k dispozícii, nie je zachytená celá produkcia. Keď sa napríklad rozhodnete vynechať obed v reštaurácii a radšej si navaríte doma, znížite síce veľkosť obratu reštaurácie, no produkcia v ekonomike neklesne, iba zmení podobu. Niektoré zložky HDP, ako táto domáca produkcia alebo príspevok sivej ekonomiky, napríklad v podobe spotreby drog či prostitúcie, sa preto rôznymi spôsobmi odhadujú. Pri transformovaných ekonomikách, ako je Slovensko, môže sivá ekonomika podľa niektorých zdrojov dosahovať až 20 – 30% HDP.<sup>418</sup> Práve nafúknutím odhadovaného objemu nelegálnych aktivít v HDP sa Grécko snažilo splniť kritériá porovnávané k HDP na zavedenie eura v krajine. Podľa tamojších štatistikov k úsiliu politikov zaviesť spoločnú európsku menu splnením výšky deficitu verejných financií maximálne 3% HDP poskytli pomocnú ruku aj drogoví díleri či prostitútky svojou zvýšenou produkciou. Pri toľkom odhadovaní potom čísla za desatinnou čiarkou pri prognózach rastu HDP pôsobia absurdne.

Pri používaní HDP v ekonomickej argumentácii treba mať na pamäti aj ďalší dôležitý detail. To, že sa HDP snaží merať vytvorenú pridanú hodnotu v ekonomike, automaticky neznamena, že sa to dá. Hodnota je subjektívna a medzi zaplacenou peňažnou cenou a hodnotou získanou zo statku je síce nevyčísliteľný, no nutne nenulový rozdiel. Inak by sa celá transakcia neuskutočnila, keďže by sa nevyplatila. Pretože HDP posudzuje hodnotu iba na základe finančných transakcií, uniká mu veľká časť hodnoty, ktorú ľudia získavajú v podobe spotrebiteľského pre-



bytku. Zásadným spôsobom tak podhodnocuje vyprodukované bohatstvo. Asi málokto bude namietat, že vynález anestézie<sup>419</sup> radikálne zlepšil životnú úroveň ľudstva. Predstavte si, koľko by vám museli zaplatiť, aby ste sa dobrovoľne vzdali umŕtvenia pri banálnej operácii slepého čreva. Suma, ktorá vám napadla, je radikálne vyššia než finančné náklady anestézie, o ktoré sa v roku operácie zvýšil HDP. Hrubý domáci produkt nezachytáva ani hodnoty, ktoré sa priamo nenakupujú, ako napríklad voľný čas alebo prírodu, či dobrú spoločnosť. Absurdnosť zamieňania HDP s bohatstvom je zrejmá najmä v oblastiach, kde sa tvorí hodnota bez toho, že by opačným smerom tiekli peniaze. Nepeňažné spotrebiteľské príjmy v podobe príjemne stráveného času alebo spotreby bezplatných vzdelávacích či zábavných služieb, ktoré tvoria čoraz väčšiu časť technologicky vyspelej ekonomiky, by ste v HDP hľadali tiež márne. Nájdete tam iba príjmy z reklamy či iný obrat firiem, predávajúcich časť internetového obsahu. Tie však nedosahujú ani zlomok toho, čo by bolo treba ľuďom zaplatiť za to, aby sa na rok vzdali internetu a nemohli sledovať zábavné či vzdelávacie videá, čítať blogy, pravidelne diskutovať, hľadať potenciálnych partnerov na sociálnych sieťach či pochváliť sa fotkami z dovolenky. Z hľadiska rýchlo sa meniacej ekonomiky a neschopnosti HDP zachytiť množstvo vytvorenej hodnoty v ekonomike je prehnaná fixácia politikov a dnes už aj laickej verejnosti na tento takmer storočie starý ukazovateľ produkcie podivná.



### Hrubý domáci produkt nie je celý agregátny dopyt

O uvedených nedostatkoch HDP väčšina ekonómov vie a podľa toho sa aj správa. No mnohí si dostatočne neuvedomujú, že napriek jeho názvu sa do hrubého domáceho produktu dostane iba čistá pridaná hodnota.<sup>420 421</sup> Teda rozdiel medzi celkovou produkciou a medzispotrebou. Do HDP sa započítajú iba výdavky na konečné, do ďalšieho procesu transformácie v produkčnom procese nevstupujúce investičné a spotrebné statky. Pripočíta sa ešte tvorba hrubého kapitálu v podobe čistej zmeny stavu zásob nákupom tovaru do skladu. No do HDP sa už nedostanú výdavky na statky, ktoré sú vstupmi na produkciu iných statkov. Ak napríklad rozbiehate biznis stavby drevodomov, do HDP sa dostanú predané domy, ktoré ste stihli za prvý rok dostávať, a investičné náklady do žeriavu, nákladného auta či motorových píl. No fakturovaný a zaplatený materiál, energie alebo služby minuté pri ich stavbe, či nový tablet manažéra firmy za 500 eur, teda takzvané vstupy, by ste v HDP tohto roku hľadali márne. Delenie produktov na finálne statky a medzispotrebu je zmätočné a arbitrárne. Kým faktúra za elektrinu je údajne medzispotreba, policajné služby alebo ochrana firmy pred požiarom už do HDP cez spotrebu vlády vstupujú. Práve nedávne preklasifikovanie výdavkov firmou stálo za jednorazovým zvýšením amerického HDP o 400 miliárd dolárov, teda približne o 3%.<sup>422</sup> Z výdavkov na výskum, vývoj a vyváranie umeleckých diel, ktoré boli doteraz považova-

né za náklady na vstupy, sa stali investície zvyšujúce kapitál firmám. Keďže išlo len o zmenu metodológie výpočtu štatistického konštruktú, tento skok v HDP nemal žiadny dosah na realnú životnú úroveň Američanov. Nákupy vstupov tvoria tiež časť produkcie ekonomiky, no vo filozofii konštruktú HDP by ich zahrnutie bolo dvojitým započítaním. HDP vychádza z predpokladu, že celá medzispotreba je už zahrnutá v cenách konečných statkov, a preto stačí započítať tie statky medzispotreby sa v ďalšom produkčnom procese síce pretransformujú na finálne statky, no problémom s nesprávnou interpretáciou HDP pre účely hospodárskej politiky je, že to trvá nejaké obdobie. Produkciu daného roku preto netvoria len investície a konečné produkty zahŕňajúce výrobné vstupy z minulosti, ale aj tohtoročná medzispotreba, z ktorej hodnota sa v konečných statkoch (realizovaných príjmoch), a teda aj v HDP prejaví až v budúcich rokoch. Takto v oficiálnych číslach výkonu ekonomiky v danom roku chyba obrovská stredná časť existujúcej produkčnej štruktúry ekonomiky. Časť výroby medzi jej začiatkom v podobe fixných investícií a koncom v podobe konečných statkov.

Pritom práve tento druh výdavkov na medzispotrebu je výrazne náchylnejší na fluktuácie počas hospodárskych cyklov než spotrebné výdavky. Nákupy podnikateľov či manažérov sú omnoho citlivejšie na ich subjektívne vnímanie budúcnosti. Neistota týkajúca sa budúcich objednávok, zásadné intervencie centrálnej banky do cien na vybraných trhoch a hrozba drahých regulácií či vyšších daní sa prejaví skôr práve tu. Kým HDP Slovenska kleslo v roku 2009 v bežných cenách o 6,1%, medzispotreba o 14,9%. Na rozdiel od spotrebiteľa, ktorý si chlieb či mlieko vďaka škvŕkajúcemu žalúdku kúpiť musí, majú manažeri omnoho väčšiu slobodu povedať nie alebo nákupy odložiť do budúcnosti. HDP zachytáva iba časť ekonomiky, opticky ju znižuje. Zároveň nereflektuje významné výkyvy v ekonomickej aktivite práve v časti produkčnej štruktúry ekonomiky, ktorá je určujúca pre produkčnú kapacitu v budúcich rokoch. Prílišný dôraz na HDP na úkor iných ekonomických ukazovateľov vytvára dojem kľúčovej dôležitosti spotreby pre ekonomiku.<sup>423</sup> Jej podiel tvorí často až 70% výdavkov HDP. Ak by sme však stred produkčnej štruktúry neprehliadali, spotreba by netvorila ani tretinu produkcie celej ekonomiky. Väčšina nákupov v ekonomike ide na udržanie existujúcej produkcie, a nie na spotrebné statky vyprodukované v danom roku. Firmy miňajú na medzispotrebu každý rok trikrát viac peňazí než domácnosti a štáty na konečnú spotrebu dokopy. Nie podpora neudržateľnej spotreby na dlh, ale obmedzenie spotreby s cieľom usporiť, ktoré môžu financovať dlhšiu produkčnú štruktúru a väčšiu medzispotrebu, sú preto skutočnou podporou ekonomiky.

## Pokles HDP, ktorý treba osláviť, a rast HDP, za ktorý sa treba hanbiť

Nepresnosť, arbitrárnosť, subjektivita odhadov HDP a fakt, že tento ukazovateľ ignoruje väčšiu časť produkčnej štruktúry ekonomiky, sa dajú čiastočne korigovať tým, že vedome upravíme informačnú hodnotu, ktorú HDP pripisujeme. HDP však bol povýšený na ekonomického boha, ktorému politici nútia obyvateľstvo priňašať obete. Nekritická snaha maximalizovať HDP bez ohľadu na jeho kvalitu a dlhodobé náklady stimulácie je charakteristická pre súčasnú fiškálnu a monetárnu politiku. Za túto vieru platí spoločnosť vysokú cenu. Nemám nič proti poriadnemu ekonomickému rastu v podobe zvyšovania životnej úrovne. To však nie je vždy to isté ako rast HDP. Na to, aby sme to pochopili, ani nemusíme zachádzať do efemérnych oblastí, ako je objektívne nemerateľné šťastie z naplneného, zmysluplného života či vzťahov s blízkymi. HDP nemeria presne ani tú materiálnu zložku bohatého života. Nie každý rast HDP je rastom produkcie spoločnosti, a naopak, nie každý pokles tohto agregátu znamená dôvod na smútok. HDP komunistických krajín rástol rýchlo aj vďaka rekordnej produkcii kyseliny sírovej, výstavbe pompéznych staníc metra alebo investíciám do nadbytočných kapacít ťažkého priemyslu. Tomu, že tento rast bol synonymom bohatnutia spoločnosti a dobiehania Západu, verili iba niektorí naivní komunistickí funkcionári a ekonómovia, ktorí nemuseli práve stáť v rade na toaletný papier, kubánske pomaranče či nakupovať rifle v Tuzexe.

Naopak, prepád HDP môže byť dobrou správou. Predstavte si, že začnú padať z oblohy pečené kurčatá. Celý jeden sektor ekonomiky bude zlikvidovaný, pribudne množstvo nezamestnaných z hydínárskych závodov, veľká časť spotreby sa zrazu ocitne mimo oficiálnych štatistík. HDP na obdobie, v ktorom sa adekvátne upraví produkčná štruktúra ekonomiky, prudko klesne. Po nutných zmenách, ktoré zapracujú novoobjavené vzácne zdroje v podobe jedla zadarmo, sa však zvýši produktivita a blahobyť celej spoločnosti. Takýto pokles HDP netreba oplakávať na tlačových konferenciách a na jeho kompenzáciu štartovať fiškálnu stimuláciu. Tento príklad nie je natoľko odtrhnutý od reality, ako by sa mohlo na prvý pohľad zdať. Kurčatá síce dnes z oblohy nepadajú, no mnoho ľudí robí zadarmo a často dokonca lepšie to, za čo bolo kedysi treba ľuďom platiť. Kolektívne a bez nároku na finančnú odmenu písaná Wikipédia vytlačila z trhu encyklopédie a znížila tak dočasne HDP. Dramaticky meniace sa technológie neustále pochovávajú množstvo firiem a dokonca celé odvetvia. Z ich rozkladajúcich sa zostatkov však zvyčajne vyrastie niečo nové, produktívnejšie. Práve takéto zmeny vo vzorcoch produkcie a spotreby, ktoré v agregovaných ekonomických číslach nevidno, robia porovnania HDP v rámci dlhších období irelevantnými.



## Štátnym plytvaním k vyššiemu HDP

Stimulácia ekonomiky cez verejné výdavky môže zdanlivo fungovať. Pod podmienkou, že zdravie a výkon ekonomiky posudzujete najmä podľa vývoja HDP. Fiškálna stimulácia v podobe nových verejných výdavkov môže zvýšiť na pár rokov HDP alebo dočasne vytvoriť nové pracovné miesta. Tieto ukazovatele možno za peniaze daňových poplatníkov nejaký čas vodiť za nos. Ak politici postavia 1 000 kilometrov zbytočných diaľnic, alebo zamestnajú všetkých svojich známych na ministerstve oddychu,<sup>424</sup> môžu na nejaké obdobie vytvoriť zdanie rastu a nízkej nezamestnanosti. Tak ako zjedenie všetkých zásob v špajze zlepši pred zimou na pár dní náladu rodiny. Fiškálna stimulácia nielenže nezvýši dlhodobú životnú úroveň krajiny, ale naopak, ešte spoločnosť spraví chudobnejšou vyplytvaním vzácneho kapitálu a narušením jeho alokácie v ekonomike. Jedno euro HDP vytvorené investíciou súkromnej firmy do technológie môže zvýšením produktivity výrobného procesu vytvoriť stovky eur budúcej spotreby. To isté euro, ktoré mu však vláda zoberie a minie ho na právnikov za hlúpy štátny súdny spor, nevyužívanú diaľnicu alebo plat zbytočného štátneho úradníka, nezvyšuje efektivitu produkcie, a tým ani budúcu spotrebu. Naopak, ak sa z tohto eura financuje vymýšľanie nových regulácií či iných prekážok podnikaniu, budúci blahobyt sa aktívne zníži.

Nasledujúci príklad ilustruje rozdiel medzi štátnou a súkromnou investíciou a ich vplyv na HDP.<sup>425</sup> Ak šéf firmy v Rothbardlande zamestná svojich neschopných bratrancov a tí nevyprodukujú žiadnu hodnotu, pracovný čas trávia na sociálnej sieti a obťažovaním asistentiek, kradnú reklamné perá, potom toto rozhodnutie firme cez vyplatené mzdy za daný rok zníži zisk alebo prehĺbi stratu. Následkom rodinkárskeho zamestnávania niktošov v Rothbardlande daný rok klesne HDP o hodnotu, ktorú bratranci vo firme zničia. No ak v Krugmanistane rovnako neschopnú rodinu zamestná na úrade minister, HDP tejto krajiny vďaka definícii jeho výpočtu stúpne o výšku ich platov, aj keby za celý rok nezodvihli jeden telefón či jedinýkrát udelili svojou pečiatkou. Platy štátnych zamestnancov sú súčasťou spotreby vlády, ktorá podľa ukazovateľa HDP automaticky zvyšuje produkciu krajiny. Na to, aby o rovnakú sumu zvýšil HDP súkromník, musel by vyprodukovať toľko pridanej hodnoty, a nielen nákladov ako v prípade spotreby štátu. V štátnej správe sa HDP tvorí jedna radosť.

Ľudia verejné služby dobrovoľne nenakupujú, platia za ne nepriamo. Sú im poskytované bez ohľadu na ich individuálne preferencie. Chýbajúci trhový test dobrovoľného nákupu verejných služieb, a tým aj absencia trhovej ceny neumožňujú rozlišovať pri nákupoch verejnej správy medzi výdavkom zvyšujúcim blahobyt spoločnosti a obyčajným rozhadzovaním. Ak Krugmanistan zamestná všetkých nezamestnaných vo verejnej správe a ich platy zaplatia daňoví poplatníci v krajine vyššími daňami, alebo ako sa to vo vyspelých krajinách robí dnes, keď si na ich platy Kurgmanistan požičia, vzrastie tam oproti Rotbardlandu prudko HDP. No bohatšou krajina nebude. Práve naopak. Vysoké dane, rast dlhu a plytvanie vzácnym

kapitálom vo verejnej správe krajinu ochudobnia. Platí to aj pre verejné investície. Čím viac predražená štátna zákazka, s množstvom „vaty“, aby bolo na vratku pre prislúchajúcich politikov, tým viac HDP. Nerovnováha medzi tým, ako môže zvyšovať HDP štát a ako súkromník, pomáha vysvetliť, prečo sa často môže zdať, že fiškálna stimulácia funguje. Ak je najdôležitejším cieľom rast HDP a skutočný ekonomický rast môže zostať bokom, potom je najľahšie, keď peniaze míňa štát.

## HDP podradnej kvality

HDP môže zvýšiť zemetrasenie, 70 metrov vysoký pamätník európskej integrácie, prázdny developerský projekt v Španielsku, pád lietadla, platenie za sex prostitútke či pomýlený odhad štátneho úradníka, ktorý ho zostavuje. HDP naopak môže v krátkodobom horizonte znížiť obmedzenie plytvania politikmi a vyhodenie neschopných štátnych úradníkov, investície do medzispotreby, obed a sex doma. Keď vám najobľúbenejší ukazovateľ blahobytu môže významne zvýšiť prírodná katastrofa alebo prípravy a masívne zbrojenie v očakávaní útoku Marťanov, mali by sme byť opatrní a skeptickí k argumentom pre hospodárske politiky, v ktorých hrá centrálnu úlohu jeho maximalizácia. Rovnako ako pri bunkách, ktoré môžu byť rakovinotvorné, ani pri HDP nie je každý rast automaticky dobrým rastom. Makroekonómovia ignorujú rozdielnu kvalitu eur z hľadiska schopnosti generovať dlhodobý ekonomický rast a prosperitu spoločnosti. To je chyba. Nie každé euro HDP má rovnaký potenciál zvýšiť blahobyť spoločnosti v budúcnosti, nie každé euro v HDP vystimulované fiškálnou alebo monetárnou politikou si je rovné. Dnešné dobré čísla, ktorými sa môžu pochváliť politici na tlačovke, zaplatíme zajtra nižším rastom a spotrebou. Snahou hospodárskej politiky by nemalo byť dosiahnutie vysokého ročného rastu HDP, ale maximalizácia bohatstva spoločnosti v dlhodobom horizonte počítanom v dekádach. Politici, ktorí sa usilujú o krátkodobý rast za cenu nerozumných opatrení, sú v pozícii firmy, ktorá sa sústreďuje na vysoký obrat v danom roku namiesto na dlhodobý zisk. Ešte nezodpovednejšie je, keď štát zvyšuje HDP plytvaním na dlh. Vyvolanie takéhoto pseudorastu je pre politikov veľmi lákavé, keďže naň nie je nutné zvyšovať dane, a zároveň sú jeho negatívne efekty odložené do budúcnosti, teda s vysokou pravdepodobnosťou do volebného obdobia niekoho iného. Oneskorená spätná väzba medzi takýmito nezodpovednými politikami a ich negatívnymi efektmi zabraňuje aspoň minimálnemu učeniu sa voličov na vlastných chybách. Kvalitu eur hospodárskeho rastu v súkromnom sektore zabezpečuje skutočnosť, že podmienkou na jeho vznik je vytvorená pridaná hodnota. To znamená, že na to, aby rast existoval, musí niekto vytvoriť viac, ako minul. Pre štát to neplatí. Minimálnym krokom na to, aby sme HDP vrátili aspoň trochu informačnej hodnoty a znížili motiváciu politikov vyvolávať zdanie prosperity zjednotením obilia, ktoré bolo určené na sejbu, je vylúčenie spotreby vlády z HDP.

Dynamickú tvorbu nekvalitného HDP si vyskúšali periférne krajiny eurozóny. Lacnými eurami stimulovaní politici investovali do infraštruktúry. Množstvo nových kilometrov diaľnic v Španielsku a v Portugalsku síce vytvorilo zdanie ekonomického rastu, no kríza odhalila neefektívnosť takto minutých zdrojov, ktoré nezvýšili konkurencieschopnosť a produktivitu ekonomík. V Španielsku majú dnes po štátnom vytváraní hospodárskeho rastu financovanom z pomýlených štruktúrnych eurofondov tretí najdlhší diaľničný systém na svete. V krajine je už viac kilometrov diaľnic než v Nemecku. Ani Portugalsko nezaostalo. Dĺžka diaľnice na obyvateľa tam je o 60% vyššia oproti Nemecku, o 100% oproti priemeru EÚ a o 300% oproti Británii. Sú prípady, keď dve diaľnice na dlhých úsekoch bežia paralelne vedľa seba. Pritom len cez spoluúčasť zaplatili Portugalci za tento luxus od roku 1986 sumu 21,5 miliardy eur, čo je asi 40-tisíc eur na štvorčlennú rodinu. Po vypuknutí krízy nemali ani na to, aby po týchto diaľniciach jazdili.



### Multiplikácia multiplikátorov

Na otázku, či sa fiškálna stimulácia oplatí alebo nie, má odpovedať fiškálny multiplikátor. Ten sa empiricky odhaduje na základe dostupných ekonomických dát. Hovorí, o koľko eur sa zmenil HDP následkom zmeny vo verejných výdavkoch alebo daniach o jedno euro. Keynesiánska teória možnosti obeda zadarmo v podobe multiplikácie vychádza z hypotézy, že z dôvodov, popísaných v stati venujúcej sa paradoxu šetrenia, sa v ekonomike nachádzajú voľné kapacity. Tento nevyužitý kapitál a nezamestnaných ľudí môže štát aktivovať tým, že zvýši verejné výdavky. Alebo na druhej strane zníži dane, aby mohli domácnosti alebo firmy z ušetrených peňazí viac míňať. Empiricky zistené multiplikátory majú obrovský rozptyl od mínus 2<sup>426</sup> do plus 5. To znamená, že napríklad zvýšenie verejných výdavkov o jedno euro viedlo k poklesu HDP o dve eurá alebo naopak o jeho zvýšenie o 5 eur. Rast HDP, ku ktorému došlo napriek obmedzeniu verejných výdavkov, zvykne prekvapiť keynesiánskych ekonómov. Túto skúsenosť má už aj Slovensko. Prudké zníženie deficitu verejných financií z 8% HDP v roku 2003 na menej než 3% v roku 2005 nie vyššími daňami, ale šetrením štátu, bolo sprevádzané zrýchľujúcim sa rastom HDP zo 4,8 až na 6,7% v roku 2005. Odhad multiplikátorov závisí od toho, kto výskum robí a aké dáta použije. Mnohé z výskumov trpia zásadnými problémami v metodológii, keď ignorujú prirodzenú schopnosť ľudí predvídať a prispôbovať svoje správanie očakávaným zmenám. Napríklad sa snažia vypočítať multiplikátor z dát zozbieraných až po zmene v sadzbách daní namiesto toho, aby k báze porovnávali údaje



z obdobia, keď sa o zmenách dozvedeli podnikatelia z novín a začali na budúcu skutočnosť reagovať napríklad odložením daňovo uznateľných nákupov. Iné výskumy zas nezohľadňujú všeobecne známu dočasnosť niektorých daňových zmien, ktorá môže celkom utlmiť efekty zmien na HDP.

Momentálne sa zdá, že v empirických výskumoch prevažujú štúdie podporujúce vyššie multiplikačné efekty znižovania daní pred verejnými výdavkami.<sup>427</sup> Multiplikátor z verejných výdavkov býva výrazne pod jeden. MMF hovoril pri vyspelých ekonomikách pred krízou o multiplikátore 0,5, NBS v prípade Slovenska o 0,4.<sup>428</sup> Znamená to, že za jedno euro dodatočných verejných výdavkov kupuje štát menej než jedno euro rastu. Ak sa do úvahy zoberú efekty zvýšených výdavkov štátu na HDP za dlhší horizont, odhadované výdavkové multiplikátory sú zrazu negatívne. Stimulácia ekonomiky vyššími výdavkami preto nezní ako dobrý obchod. Na vysvetlenie toho, prečo tak dobre funguje znižovanie daní, ani netreba čítať Keynesa. Ak štát nechá podnikateľom ich peniaze, vedia pokračovať v tom, v čom sú najlepší. Využiť svoje znalosti a lokálne informácie na hľadanie najproduktívnejších príležitostí umiestnenia kapitálu v ekonomike. Peniaze preto z hľadiska dlhodobej produktivity použijú lepšie ako politici a ich úradníci. To je skutočná stimulácia.

Otázkou ostáva, čo si aj s korektne zostavenými multiplikátormi vôbec počať. Nejde o stabilné číslo v čase, akým je napríklad gravitácia alebo Planckova konštanta. Pri ich zložitom odhade ide vždy iba o cvičenie v ekonomickej histórii. Ako to bolo v danom období za daných podmienok na danom mieste. To, že včera jeden dolár štátnych výdavkov vyvolal rast amerického HDP o 0,8 dolára, mi povie málo o tom, ako tento proces dopadne v USA dnes, nieto ešte na Slovensku pozajtra. Nastaviť fiškálnu politiku podľa v minulosti zisteného pomeru zmeny verejných výdavkov k nasledujúcej zmene hrubého domáceho produktu je, ako keby lekár zmeral niekomu tlak a na základe tejto informácie o desať rokov neskôr niekomu inému predpísal lieky na jeho zníženie. Ekonomika je komplexný, dynamický systém a nie je známy dôvod, prečo by sme si mali myslieť, že množstvo kauzálnych vzťahov, ktoré sa v danom bode časopriestoru prejavili konkrétnou hodnotou multiplikátora, zostane nezmenených dovtedy, kým sa na základe takto zistených čísel neimplementuje ďalší ambiciózny pokus o fiškálnu stimuláciu. Veľkosť fiškálneho stimulatora ovplyvňuje množstvo premenných, ako sú otvorenosť a veľkosť ekonomiky, monetárna politika, rozvinutosť finančných trhov, prebiehajúce štrukturálne reformy, fáza hospodárskeho cyklu. Na zistenie všetkých negatívnych

*dosahov fiškálnej stimulácie by navyše bolo treba multiplikátor zostavovať z údajov za niekoľko dekád, počas ktorých sa naplno prejaví pokles bohatstva pre pochovanie kapitálu v neefektívnych štátnych investíciách. Rôznorodosť kvality jednotlivých eur v HDP z hľadiska ich potenciálu prispieť k blahobytu v budúcnosti znamená, že aj vysoký multiplikátor môže skrývať ekonomickú tragédiu. Ak Portugal- sko postaví ďalšiu prázdnu diaľnicu, síce môžeme identifikovať vysoký fiškálny multiplikátor v rokoch stavby, no vzhľadom na nerentabilitu tejto štátnej investície môžeme k nej rovno postaviť aj pomník s textom „Tu zomrel kapitál a je tu pochovaná časť životnej úrovne našich vnúchat“. Napriek tomu boli multiplikátory po kríze stále dôležitým argumentom pre fiškálnu stimuláciu. Ich problematickosť politici a ich ekonómovia ignorovali. Vraj mať v rukách aspoň nejaké číslo je lepšie ako nič. To je však rovnaká hlúposť, ako keby kapitán zaoceánskej lode používal minuloročnú predpoveď počasia s argumentom, že to je lepšie ako nič.*

### Fiškálna stimulácia v praxi – podpora priateľov a štátom dotovaná deštrukcia

Pre záujmové skupiny financujúce kariéry amerických politikov prišli Vianoce v zime 2008 s dvojmesačným meškaním. Zákon americkej obnovy a reinvestícií (American Recovery and Reinvestment Act of 2009)<sup>429</sup> podpísal americký prezident Barack Obama vo februári 2009. Cieľom bolo reagovať na krízu a pomôcť zachrániť, prípadne vytvoriť nové pracovné miesta. Na tento účel mali politici rozdeliť medzi investície do infraštruktúry, daňové úľavy, sociálne dávky, vzdelávanie, zdravotníctvo a obnoviteľné energetické zdroje 787 miliárd dolárov na úkor deficitu verejných financií. Všeobecný pocit ohrozenia v kombinácii so zlou ekonomickou teóriou a štipkou už aj tak populárnych tém je dobrým mixom na netransparentné plytvanie verejnými zdrojmi. Málokto bude verejne namietat proti investíciám do zjavného dobra, ako sú vzdelávanie, zdravotníctvo alebo obnoviteľné energetické zdroje. O to menej v čase, keď ekonomika „hapruje“. V rámci tohto zákona zaplatili napríklad daňoví poplatníci dotáciu 535 miliónov dolárov aj sexy firme Solyndra. Kalifornská startup firma produkujúca solárne panely dokonale pasovala do pomýlenej predstavy verejnosti a médií o tom, aké firmy sú kľúčové pre americký ekonomický rast. Obama si vďačnosť obdarovaných patrične užil, po fabrike sa poprechádzal s jej zamestnancami a priamo vo výrobnnej hale usporiadal tlačovku. Ani takýto bezplatný reklamný happening s prezidentom najsilnejšej ekonomiky sveta nepomohol a firma do dvoch rokov skrachovala. Zabila ju čínska efektivita.

Politik a jeho úradník nikdy nemôžu byť úspešnými investormi, keďže neriskujú svoje peniaze ani reputáciu. Chýba im pokora z hľadiska toho, čo vedia o fungovaní sveta. Ich omyly nie sú finančne ani kariérne trestané, naopak, neefektívne plytvanie a rozdávanie peňazí dôležitým záujmovým skupinám je priamo podmienkou na zotrvanie v pozícii. Už cieľ fiškálnej stimulácie, definovaný ako vytváranie pracovných miest, by mal vyvolať zdesenie u ekonomicky rozmýšľajúceho človeka. Spoločnosť nepotrebuje prácu, ale blahobyť. Práca je len nástrojom na jeho dosahovanie. Štátne investície na vytváranie pracovných miest je rovnaký nezmysel, ako keby ste si kúpili pole len preto, aby ste ho mohli okopávať bez ohľadu na to, akú úrodu prináša. Ekvivalentom úrody je v ekonomickej kalkulácii výnos. Aj štátne výdavky by mali spĺňať základné kritériá ekonomického sveta, teda či a koľko pridanej hodnoty vygenerujú. Ak sa investícia pre nízky zisk alebo chronickú stratu nevypláca, ničia štátne investície blahobyť, a tým poškodzujú spoločnosť.

### Šrotovné – simulácia prírodnej katastrofy

*Mnohé európske štáty, ale aj USA v roku 2009 v snahe o fiškálnu stimuláciu platili ľuďom za to, že dali zničiť staré autá a kúpili si nové. Šrotovné, ako sa tento program nazýval na Slovensku, podporilo najmä v prvej polovici roku 2009 producentov osobných automobilov. Ich produkcia síce aj po zavedení týchto programov vo viacerých európskych krajinách ďalej klesala,<sup>430</sup> no aspoň im štát pomohol vyprázdniť sklady. Šrotovné malo jednorazový efekt. Po skončení podpory opäť klesli registrácie nových osobných áut, vo viacerých krajinách eurozóny dokonca pod úroveň pred zavedením šrotovného. Mnoho z ľudí, ktorí si kúpili auto motivovaní finančnou odmenou od štátu, by si ho kúpili i bez nej, akurát o niečo neskôr.<sup>431</sup> Štátom dotované zníženie nákladov kúpy nového auta vytvorilo aj celkom nových kupcov, ktorí by sa inak na tento krok neodhodlali. No netreba zabúdať, že títo ľudia si z dôvodu tohto výdavku následne nekúpili nový televízor, práčku alebo nešli na dovolenku. Podporu automobiliek tak zaplatili iné odvetvia ekonomiky. Nielen vyššími daňami, ktoré ho financovali, ale aj stratou časti dopytu po ich výrobkoch. Na vrakoviskách sa v tejto štátnej oslave ničenia zošrotovalo množstvo síce škaredších, no stále fungujúcich áut, ktoré mohli slúžiť ešte niekoľko rokov. Šrotovné bolo štátnou simuláciou podivnej prírodnej katastrofy, v rámci ktorej došlo k zničeniu mnohých áut v ekonomike.*



Po implementácii tohto programu dosiahla miera nezamestnanosti v USA vyššie hodnoty, než boli predpovede, ktorými štátni ekonómovia strašili v prípade, že sa k fiškálnej stimulácii nepristúpi. Napriek tomu Kongresový úrad pre rozpočet (Congressional Budget Office) označil program za úspech<sup>432</sup> a americké médiá ochotne, nekriticky toto „nestranné“ hodnotenie prebrali. Niekoľko miliónov udržaných alebo nových pracovných miest v hodnotiacej správe CBO nebolo v realite objektívne zameraným ukazovateľom, ale iba odhadom. K nemu štátny úrad a jeho ekonómovia došli na základe predpovedí ich modelov ekonomiky vytvorených z historických dát. Tých istých, krízou empiricky diskreditovaných modelov, na základe ktorých samotný stimul navrhovali. Počet udržaných, vytvorených a najmä zničených pracovných miest týmto programom sa spočítať nedá. To však znamená, že treba mlčať, a nie si vymyslieť čísla.

## Monetárna stimulácia

*Every night before I rest my head  
See those dollar bills go swirling, round my bed  
I know they're stolen, but I don't feel bad  
I take that money, buy you things you never had  
Oh, baby, it would mean so much to me  
Oh, baby, to buy you all the things you need for free*

~ Úryvok z textu piesne Patti Smith, Free Money, album Horses 1975.

Pokrízovými hrdinami v zachraňovaní ekonomiky sa nestali ministri financií s ich fiškálnou stimuláciou a novými výdavkovými programami. Ekonomiku zachraňovali novými zlými peniazmi najmä centrálné banky. Nie parlamenty, ale politickou triedou dosadení experti v štátnych tlačiarňach peňazí určovali, do akých rúk sa dostanú tisícky miliárd dolárov vytlačeného blahobytu, ktorý sektor prežije a aké budú ceny aktív. Monetárna stimulácia v podobe znižovania úrokov a tvorby nových peňazí bola po finančnej kríze hlavným nástrojom štátnych ekonómov v snahe oživiť ekonomického pacienta.

## Centrálne banky v plnom nasadení

*„Viac sa to však podobá na tlačenie peňazí než na úverovanie... Teda tlačíte peniaze? V podstate áno.“*

~ Ben Bernanke, vtedajší šéf americkej centrálnej banky, marec 2009

*„Jeden z mýtov, ktorý koluje, je, že tlačíme peniaze. Netlačíme peniaze.“*

~ Ben Bernanke, december 2010

*„Tlačíte peniaze? No nie doslovne.“*

~ Ben Bernanke, júl 2013.<sup>433</sup>

Rýchly sled zníženia základnej úrokovej sadzby z 5,25% v septembri 2007 postupne až na nulu v decembri 2008 bol len začiatok. Nasledovalo viacero na kolene vymyslených programov panikáriacich centrálnych bankárov, ktoré mali zabezpečiť prístup k úverom z centrálnej banky aj pre investičné banky a ostatné inštitúcie tieňového bankového systému. Úroky rýchlo znížili na historické minimá aj ostatné dôležité svetové centrálné banky. Centrálni bankári celého sveta sa spojili a postupovali, ako keby svet ešte stále fungoval v bretton-woodskom usporiadaní s jednou celosvetovou rezervnou menou. Americký Fed v snahe vyriešiť problémy zahraničných bankových systémov ponúkol ostatným centrálnym bankám dolárové pôžičky, tzv. swapy. Prvé dolárové swapy podpísala americká centrálna banka s ECB ešte v roku 2001 po teroristickom útoku na Svetové obchodné centrum a tieto dohody sa počas krízy postupne rozširovali.<sup>434</sup> Okrem záchrany bankárov mala manipulácia trhových úrokov smerom dole pomôcť udržať pri živote investičné projekty, ktoré trhové úroky tlačili do straty. Zníženie úroku, ktorým sa budúce príjmy diskontujú, nafúkne ich čistú súčasnú hodnotu, čo môže pomôcť návratu ilúzie životaschopnosti projektu. Neobývaný developerský projekt na súvahe španielskej banky vďaka nižším úrokom už nevyzerá ako totálna katastrofa, ale už len ako katastrofa. Dosah zníženia základných sadzieb na zvyšok ekonomiky mimo finančného sektora bol obmedzený. Bankám, ktoré počas krízy pozreli finančnej smrti do očí, nebolo príliš do úverovania, a zmeny v úrokovej sadzbe sa naplno nepremietali do vyššej dostupnosti úverov pre súkromný sektor. Nefungoval mechanizmus, ktorý by kroky centrálnej banky preniesol do zlepšenia dostupnosti úverov. Tento zlyhávajúci transmisný mechanizmus monetárnej politiky bol do očí bijúci najmä v eurozóne, kde v krajinách s najviac zasiahnutým bankovým sektorom rýchlo rástli úroky tamojších bánk pre miestnu ekonomiku.

## Keď je nulový úrok reštriktívnou monetárnou politikou

Jedným z obmedzujúcich faktorov vplyvu nízkeho základného úroku na objem úverov bolo, že s rozbehnutím krízy sa zastavil inak neustály rast cien v ekonomike. Tie dokonca v USA začiatkom roka 2009 medziročne klesali o takmer 2%. Reálny úrok, počítaný ako rozdiel nominálnej úrokovej sadzby a zmeny cien v ekonomike, bol preto napriek nulovým úrokovým sadzbám centrálnej banky relatívne vysoký. Kým počas nafukovania bubliny v nehnuteľnostiach zlými peniazmi dosahoval v niektorých mesiacoch reálny úrok až mínus dve percentá, koncom roku 2008 a v prvej polovici roku 2009 sa ho napriek snahe Fedu nedarilo stlačiť pod + 1,5%. Monetárna politika tak bola zrazu vďaka klesajúcim cenám obmedzená spodnou hranicou nulového nominálneho úroku a dostala sa do takzvanej pasce likvidity. V nej podľa keynesiánov ďalšie injekcie peňazí do bankového systému nevedú k znižovaniu úrokov. Podľa mnohých makroekonómov sa v takýchto prípadoch stáva monetárna politika impotentnou a stimulácia ekonomiky zostáva v plnej miere na fiškálnej politike. Úverovanie je obmedzené relatívne vysokým reálnym úrokom, v pokrízovom prostredí navyše aj už spomínanou nevôľou vystrašených bánk brať na svoje súvahy ďalšie riziko. Ľudia kumulujú hotovosť, keďže už len z jej držania majú vzhľadom na klesajúce ceny relatívne vysoký reálny úrok. Rastie dopyt po peniazoch a ich množstvo v ekonomike stagnuje, prípadne klesá. Schopnosť centrálnej banky vytvárať infláciu cez stimuláciu úverovania bankami sa vytráti.

Centrálna banka však nie je bezmocná ani v prípade, keď všeobecný pokles cien a nemožnosť stanoviť záporný nominálny základný úrok znefunkční jej úrokovú politiku. Ekonómovia na riešenie tohto problému prichádzajú s mnohými kreatívnymi nápadmi. Jeden je postavený na snahe zvýšiť náklady držania hotovosti jej zdaňovaním. Nový keynesián Gregory Mankiw napríklad v roku 2009 oživil nápad nemeckého ekonóma z 19. storočia Silvia Gesella a navrhol<sup>45</sup> zavedenie pravidelnej ročnej lotérie, pri ktorej by sa náhodným spôsobom vybralo číslo od 0 do 9. Všetky bankovky so sériovým číslom končiacim touto číslicou by prestali byť zákonným platidlom v krajine a v centrálnej banke by prestali byť akceptované. Týmto štátnym kolesom nešťastia by sa uvalila teoreticky až 10-percentná daň na všetky zostatky v hotovosti v ekonomike. Ľudia by boli ochotní poskytovať úvery aj za negatívny úrok napríklad mínus tri percentá, keďže by šlo o menšiu stratu ako v prípade držania peňazí. Centrálnej banke by sa tak omnoho ľahšie darilo dosahovať inflačné ciele. Nakoniec vyhral iný bláznivý nápad, ktorý využíva inú alternatívu množenia peňazí v systéme, než je úverovanie. Pre politikov a ich ekonómov je vždy ľahšie ľuďom rozdávať, ako im brať. Namiesto toho, aby štát ľuďom bankovky v peňaženkách ničil, vytvoril za pomoci centrálnej banky nové peniaze, dal ich do rúk finančného sektora prostredníctvom nákupov rôznych finančných aktív v ekonomike. To je podstata a jeden z hlavných cieľov najdôležitejšieho z krízových programov Fedu – kvantitatívneho uvoľňovania (QE). Fed vy-



tvorí nové hotovostné alebo rezervné peniaze a cez nákup hypotekárnych cenných papierov a štátnych dlhopisov obíde banky a peňažnú zásobu zväčšuje vlastnou silou. Prvé kolo, v ktorom sa nakupovali hypotekárne cenné papiere, slúžilo aj na ozdravenie finančných inštitúcií skupovaním problematických cenných papierov. Druhé a tretie kolo, v ktorom Fed kupoval už najmä veľký objem štátnych dlhopisov, bolo motivované hlavne snahou o expanziu peňažnej zásoby, boj proti poklesu cien v ekonomike a jej stimulácia cez znižovanie dlhodobých úrokov. Pred tretím kolom sa uskutočnila ešte operácia Twist, v rámci ktorej Fed vymieňal krátkodobé a strednodobé štátne dlhopisy, ktoré držal, za dlhopisy s dlhými splatnosťami v snahe znížiť dlhodobé úroky. Od začiatku prvého kola kvantitatívneho uvoľňovania koncom roka 2008 po koniec jeho tretieho kola koncom roka 2014 narástla súvaha americkej centrálnej banky z 900 na 4 500 miliárd dolárov.<sup>436</sup> Programy presadil krízový šéf Fedu, helikoptérový Ben. Profesor ekonómie Ben Shalom Bernanke, autor mnohých vedeckých článkov z oblasti monetárnej ekonómie, absolvent Harvardu a Massachusetts Institute of Technology, sa do rady guvernérov Fedu dostal už v roku 2002. Vo februári roku 2006 na stoličke šéfa Fedu nahradil Alana Greenspana. Predsedom Fedu bol nakoniec až do roku 2014. Prezývku si vyslúžil uvedením možnosti obídenia obmedzujúceho vplyvu nulového základného úroku tlačením peňazí a ich púšťaním do ekonomiky rôznymi kreatívnymi spôsobmi ešte v roku 2002.<sup>437</sup> Bernanke vo svojej prezentácii o tom, ako by sa dalo zabrániť podobnej cenovej deflácií v USA, k akej došlo po prasknutí bubliny v akciách a nehnuteľnostiach v Japonsku v 90. rokoch, spomenul aj QE. Okrem neho v tomto dôležitom príhovore načrtol prefinancovanie daňovej úľavy vytvorením nových peňazí, čo ešte Milton Friedman nazval „zhodením peňazí z helikoptér“.

### Ben Bernanke dostal po havárii druhú šancu

„Spomínala sa na stretnutí aj bublina v nehnuteľnostiach? Ste z nej znepokojení?“ spýtal sa 9. augusta 2005 novinár ekonómov, ktorí sa práve vrátili zo stretnutia s prezidentom Bushom. Slovo si zobral profesor Bernanke, vtedy ešte prezident Rady ekonomických poradcov prezidenta: „Hovorili sme aj o nehnuteľnostiach. Z trhu nehnuteľností prichádza množstvo dobrých správ. Miera vlastníctva rezidenčných nehnuteľností je na rekordných úrovniach, pričom dostupnosť bývania je stále celkom dobrá.“<sup>438</sup> Otázka o bubline v nehnuteľnostiach – či existuje niečo ako bublina v nehnuteľnostiach – je niečo, na čo sa ľudia pýtajú. Ceny domov významne narástli. No myslím si, že je dôležité zdôrazniť, že ceny domov sú z veľmi veľkej časti podporované veľmi silnými fundamentálnymi činiteľmi. Konkrétne, máme silnú ekonomiku, máme množstvo pracovných miest, zamestnanosť, vysoké príjmy, veľmi nízke úrokové sadzby na hypotékach, rastúci počet obyvateľov a nedostatok pôdy a nehnuteľností v mnohých oblastiach. Práve tieto faktory na strane dopytu a ponuky sú dôležitou príčinou, prečo bol rast cien nehu-

teľností, ktorého sme svedkami, taký výrazný. Myslím si, že je pravdepodobné, že časom sa ceny nehnuteľností stabilizujú. Nečakám, a myslím, že ani nikto iný skutočne nečaká, že budú týmto tempom rásť donekonečna. No aby som zopakoval, som presvedčený, že veľká časť rastu je spojená so silnými ekonomickými ukazovateľmi.<sup>439</sup>

„Bublina sa ľahko hľadá potom, keď spľasne. Ťažko sa však identifikuje v čase, keď sa nafukuje,“ zvyknú hovoriť na svoju obhajobu makroekonómovia. Megabublina v amerických domoch však do tohto zjednodušenia príliš nepasuje. Tí, čo neboli zaslepení mylnou teóriou, videli ekonomickú realitu v tomto období inak, ako Bernanke. „Obávam sa, že nás očakáva celosvetová úprava systému vzhľadom na deformácie, ktoré sme my, Fed, Kongres a ministerstvo financií spôsobili v posledných dekádach,“<sup>440</sup> varoval Ron Paul, neskorší libertariánsky prezidentský kandidát v americkom Kongrese už v roku 2003. „Presunom rizika plošnej neschopnosti splácať hypotekárne pôžičky zvyšuje vláda pravdepodobnosť bolestného prepadu na trhu nehnuteľností. Špeciálne privilégia Fannie Mae a Freddie Mac zdeformovali trh a dovolili týmto agentúram prilákať kapitál, ktorý by za trhových podmienok nikdy nezískali. Výsledkom je, že kapitál sa premiestňuje z iných produktívnych odvetví do bývania. To postihuje výkonnosť celého hospodárstva a znižuje životnú úroveň všetkých Američanov.“<sup>441</sup> O tom, ako dopadne „Greenspanov zázrak“ a nová paradigma vo forme podpory ekonomiky záplavou zlých peňazí, mali ekonómovia vychádzajúci z rakúskej ekonomickej školy jasno. „Od prepadu na americkom akciovom trhu už ubehli tri roky. Greenspan naznačil, že úrokové sadzby môžu čoskoro zmeniť smer, pričom dlhé úroky sa už pohli smerom hore. Vyššie úroky by mali vyvolať obrat na trhu nehnuteľností a odhaliť omyly novej paradigmy. Napríklad to, ako boom v sektore nehnuteľností pomohol zamaskovať rast cenovej inflácie. Bohužiaľ, toto odhalenie zabolí vlastníkov nehnuteľností a tento väčší problém môže zasiahnuť amerických daňových poplatníkov, ktorí môžu byť donútení zachraňovať banky a americkou vládou podporované hypotekárne garančné inštitúcie, ktoré podporovali nezodpovedné poskytovanie úverov (Fannie a Freddie, pozn. autora),“ napísal v júni 2004, čiže rok predtým, než Bernanke ešte stále popieral bublinu, Mark Thornton, ekonóm Mises Institute.<sup>442</sup>

Nakoniec sa rast cien nehnuteľností zastavil. „Niektoré stebľa vo vetre naznačujú, že trh nehnuteľností sa trochu ochladzuje,“ hovoril profesor Bernanke už ako čerstvý predseda Fedu americkému Kongresu 15. februára 2006. „Očakávame, že pokles alebo spomalenie aktivity budú mierne, že ceny domov budú pravdepodobne pokračovať v raste, i keď nie takým tempom ako doteraz.“<sup>443</sup> O rok neskôr bublina praskla. Ceny amerických nehnuteľností do troch rokov od tohto výroku klesli o viac než tretinu. Ekonomická teória, ktorej Bernanke veril, mu bránila správne vyhodnotiť aktuálnu ekonomickú situáciu. Jeho teoretické modely fungovania ekonomiky neuvoľnili ani len približne odhadnúť následky poklesu cien nehnuteľností na finančný systém. Postupne zverejňované prepisy rokovaní guvernérov Fedu ukazujú, že ešte začiatkom krízového roka 2007 sa Fed skôr obával „prehrievania“ ekonomiky než spomalenia rastu. V marci Ben Bernanke očakával, že sa trh nehnuteľností stabilizuje

a podľa neho „efekty poklesu úverovania v nízkobonitnom sektore sa už z veľkej časti prejavili, keďže pokles spomalil od minuloročnej jesene“. Ceny nehnuteľností začali najprv mierne klesať a v marci 2007 boli len 1% pod dosiahnutým maximom. Trh nízkobonitných, rizikových hypoték vysychal a Bernanke bol opäť reportovať v Kongrese. „Napriek tomu sa v tomto dôležitom okamihu zdá, že dosah problémov subprime trhu na širšiu ekonomiku a finančné trhy bude pravdepodobne limitovaný.“<sup>444</sup> V júni po veľkých stratách hedžových fondov Bear Stearns z nebonitných hypoték bol Bernanke ešte stále mimo: „Zo situácie v rezidenčných nehnuteľnostiach zatiaľ nevznikli významné vedľajšie efekty a zdá sa, že ostatné zložky dopytu posilňujú a tak kompenzujú spomalenie z oslabenia investícií do rezidenčných nehnuteľností.“ To bolo necelé dva mesiace pred masívnou injekciou likvidity Európskou centrálnou bankou, ktorú možno považovať za oficiálny začiatok finančnej krízy.<sup>445</sup> „Federálny rezervný systém momentálne nepredpovedá recesiu.“ Povedal Bernanke na slávnostnom obede Žien v nehnuteľnostiach a financiách vo Washingtone D.C. v januári 2008.<sup>446</sup> V tom čase sa americká ekonomika už mesiac nachádzala vo fáze, ktorú dnes nazývame Veľkou recesiou.<sup>447</sup> Zlá teória, zlá prax a aktívny príspevok k destabilizácii finančného sektora neprimerane expanzívnu monetárnu politikou, ktorá spôsobila bublinu v cenách nehnuteľností.<sup>448</sup> Napriek týmto „zásluhám“ ho v auguste 2009 novozvolený prezident Obama opätovne nominoval za predsedu Fedu. Obrovskú moc a funkciu kormidelníka ekonomiky získal človek, ktorý preukázateľne zlyhal.

### Strašiak cenovej deflácie

V modernej ekonómii dnes dominuje názor, že plošne klesajúce ceny predstavujú zlo, proti ktorému je nutné bojovať. Je zaujímavé, ako sa podarilo o hypotéze, že zlacňovanie ľuďom škodí, postupne presvedčiť väčšinu novinárov a verejnosti. Strašenie deflačnou špirálou je už štandardným klišé vyťahovaným pri obhajobe neštandardných krokov centrálnej banky.<sup>449</sup> Mechanizmus takéhoto kruhu spätných väzieb sa už bližšie skúmať nezvykne. K utvrdeniu stereotypu, že silný hospodársky rast nie je zlučiteľný s klesajúcimi cenami v ekonomike, prispela najmä interpretácia ekonomických javov počas Veľkej hospodárskej krízy. To, že ceny v krízach majú skôr tendenciu klesať však ešte automaticky neznamená, že cenová deflácia je zlá. Hlavnými mechanizmami, ktorými klesajúce ceny škodia ekonomike, majú byť odložená spotreba, rast ťarchy dlhu a rigidné ceny. Keď všetko lacnie, ľudia vyčkávajú s nákupom. Jedného výdavok je druhého príjem, spotrebiteľská prokrastinácia zabíja agregátny dopyt. Rastúca kúpna sila jedného eura zase nepoteší dlžníka, ktorý musí predať viac tovarov, služieb alebo práce na to, aby splatil sumu, ktorú si požičal ešte za čias vyšších cien. Množstvo dlžných zmlúv uzatvorených na základe zlého odhadu budúceho vývoja cien potom vedie k bankrotom dlžníkov. Rigidná cena práce zasa znamená, že zamestnávateľ



nemôže znížovať mzdy tak rýchlo, ako klesajú ceny jeho produktov. Nižšie zisky alebo dokonca straty potom znížia podnikateľské investičné libido.

Na problém lepkavých miezd a neprispôsobivých dlhov sa pozrieme neskôr. Tu sa zamyslime nad oprávnenosťou obáv o škodlivom efekte odloženej spotreby z dôvodu strategického vyčkávania na nižšie ceny. Časť spotrebiteľského dopytu sa pri prekvapujúcich nových informáciách o vývoji cien môže posunúť v čase. Podmienkou je príchod zmeny v očakávanom vývoji cien, odkladanie nemôže byť problémom pri stálom, predvídateľnom trende. Ak rast cien prekvapivo zrýchli, s kúpou práčky alebo auta nemusia ľudia čakať ešte rok, tak ako plánovali, ale v snahe predísť poklesu kúpnej sily ich peňazí ho kúpia už dnes. Naopak prekvapivý pokles cien môže zas plánovaný nákup zo súčasnosti presunúť o niečo do budúcnosti v snahe získať na klesajúcich cenách. No v oboch prípadoch neexistuje dôvod na zmenu celkového objemu nákupov za dlhšie skúmané obdobie. Po prispôbení časového plánu spotreby novým informáciám sa spotreba musí vrátiť na úroveň, ktorá zodpovedá príjmom a úsporám spotrebiteľa. Nebudem kupovať menej mlieka, mäsa, lístkov do kina či bicyklov iba preto, lebo viem, že ich cena bude pravdepodobne o rok o 2% nižšia. Ak najprv spotrebiteľ odložil časť spotreby, vplyvom prekvapujúceho vývoja cien, neskôr musí nákupmi dobehnúť zameškané. Ak ceny vďaka rastu produktivity dlhodobo klesajú, neexistuje dôvod na stagnujúcu spotrebu z dôvodu jej odkladania. Práve naopak. Vďaka nižším cenám si spotrebiteľia môžu kúpiť stále viac a viac. Aj ten najväčší špekulant na pokles ceny statku tento statok nakoniec kúpi, keďže výnos z vyčkávania bude skôr či neskôr nižší ako strata z neuspokojenej potreby.

Jeden z prvých mobilných telefónov od Eurotelu v roku 1995 výrazne zlacnel. Namiesto ceny 51 600 slovenských korún bol zrazu, ako hovorila vtedajšia reklama, „za facku“ – iba za 39 900 Sk. To je približne 3 500 v dnešných eurách.<sup>450</sup> Napriek obrovskej sume za (z dnešného hľadiska extrémne hlúpy) telefón si ho ľudia kupovali. Podobne, ako si dnes kupujú tablety, ktoré budú o rok lacnejšie a zároveň kvalitnejšie. Ak si ľudia z dlhodobého hľadiska nekupujú viac áut len preto, lebo ich ceny neustále vďaka zlým peniazom rastú, tak by si ich nekupovali menej len preto, lebo by ich ceny vďaka kvalitným peniazom postupne klesali.

### V zajatí cenovej deflácie šťastnejší a bohatší

*O tom, že stabilné alebo ešte lepšie mierne rastúce ceny, ktoré vytvára centrálna banka produkciou zlých peňazí, sú podmienkou na dynamický ekonomický rast, je dnes presvedčená väčšina ekonómov. Napriek tomu to nie je pravda. „...za necelých 15 rokov sa cenová hladina prepadla na polovicu svojej pôvodnej úrovne a zároveň ekonomika pokračovala v raste prudkým tempom... Ich súlad vyvoláva vážne*

*pochybnosti o pravdivosti dnes takého rozšíreného názoru, že postupná cenová deflácia je nezlučiteľná s rýchlym ekonomickým rastom, napísali o povojnovom období medzi rokmi 1865-1879 v USA Milton Friedman a Anna J. Schwartz v biblii monetárnej histórie Monetary History of the United States, 1867-1960.<sup>451</sup> V tomto čase pred vznikom americkej centrálnej banky bola peňažná zásoba nezvyčajne stabilná. Stabilná či prípadne klesajúca cenová hladina americkej ekonomike zjavne neškodila. USA sa podarila masívna ekonomická expanzia, ktorá ich pomohla posunúť medzi najvyspelejšie krajiny sveta. Pred založením americkej centrálnej banky bola cenová deflácia bežná. Spotrebiteľské ceny medziročne poklesli takmer v polovici rokov v období 1775 a 1913. Ak produktivita rastie rýchlejšie, než pribúda množstvo peňazí v obehu, ide o prirodzený stav. Po roku 1913 ceny medziročne klesli už len raz za osem rokov, pričom po opustení zlatého krytia dolára v roku 1971 už len jediný raz v krízovom roku 2009. So vznikom Fedu a s prechodom k zlým peniazom sa so skokovitým nárastom cenovej inflácie zároveň znížilo priemerné ročné tempo reálneho rastu amerického HDP. Kým medzi rokmi 1790 a 1912 bolo priemerné ročné tempo rastu reálneho HDP 4,15%, medzi rokmi 1913 – 1970 už len 3,54% a medzi rokmi 1971 – 2013 2,83%.<sup>452 453</sup>*

Ak vďaka rastu produktivity ekonomika vytvára stále viac statkov a služieb, musia ceny klesať. Netreba sa toho báť a bojovať proti tomu novými zlými peniazmi. Nazýva sa to pokrok.

### Vskutku zlá deflácia

Pokles cien naprieč celou ekonomikou môže byť vyvolaný aj inou príčinou, než je rast produktivity. Je ňou pôvodný význam slova deflácia v ekonómii – pokles množstva peňazí v obehu. Práve tejto deflácie sa moderné centrálné banky boja ako vysoký štátny úradník nového ministra. V prostredí súkromných peňazí s bankovníctvom so 100-percentnými rezervami je deflácia extrémne nepravdepodobným javom. Každá bankovka či zápis na účte reprezentuje mincu alebo vzácny kov v inej forme, ktoré sa nezvyknú len tak vypariť. Môžu síce meniť majiteľov, no len tak zo dňa na deň nemiznú. Peňažný poklad sa môže potopiť s loďou na dno oceánu alebo stratiť na dobrodružnej výprave. Z hľadiska celej peňažnej zásoby však pôjde vždy o banálne množstvo. Peňažná zásoba tak zostáva stabilná, prípadne rastie tempom produkcie peňažných kovov. V dnešnom finančnom systéme bankovníctva frakčných rezerv je to inak. Drvivá väčšina peňazí v peňažnej zásobe sú len elektronické

zápisy na bežných účtoch. Je to pyramída fiktívnych peňažných jednotiek, ktorá bola úverovaním vystavaná na rezervných peniazoch. Pri prechode ekonomiky z manickej do depresívnej fázy sa táto pyramída rúca, čo so sebou prináša šokovú terapiu už pre takú utrápenú ekonomiku, ktorá musí čistiť stôl zlých investícií vyvolaných manipulovaným úrokom.

V priebehu niekoľkých týždňov či dokonca dní môže v modernom štátom riadenom systéme zmiznúť veľká časť peňažnej zásoby. Deflačné tendencie vyvoláva zvýšený výber hotovosti zo strany vkladateľov. Ak si ľudia začnú vyberať z bánk hotovosť, banky musia predčasne rušiť na nich poskytnuté úvery, čím dochádza k opaku multiplikácie – zmenšovaniu množstva peňazí v obehu. Veľkosť peňažnej zásoby redukuje aj bankrot banky. S jej zánikom zmizne aj časť peňazí, ktoré táto banka vyprodukovala a držala pri živote. Tlak na pokles peňažnej zásoby vyvoláva aj snaha o splácanie úverov a neochota ich pokles kompenzovať poskytovaním nových. Takisto znovu objavená zodpovednosť bankárov, ktorí sa vystrašení finančnou krízou snažia držať vyššie rezervy, vedie k potrebe znížiť množstvo úverov a tým aj objem existujúcich peňazí. Pokles peňazí v obehu následne tlačí na znižovanie cien. Ide o iný druh cenovej deflácie ako v prípade zlacňovania z dôvodu rastu objemu produkcie. Pokles cien je prekvapivý a skokovitý. Nabúra množstvo podnikateľských kalkulácií, urobí množstvo dlhov nezaplatiteľnými. Núti podnikateľov a spotrebiteľov prekopať svoje investičné a spotrebné plány. Podobne ako pri inflácii dochádza pri deflácií k prerozdeleniu bohatstva v spoločnosti.

Centrálne banky sa po kríze snažili poklesu množstva peňazí v systéme zabrániť za každú cenu. Ben Bernanke časť svojho akademického života zasvätil štúdiu Veľkej hospodárskej krízy a bol podobne ako Milton Friedman presvedčený, že práve zlyhanie centrálnej banky v korigovaní kolapsu významnej časti bankového sektora viedlo k následnej ekonomickej katastrofe. Kým Friedman hovoril o tom, ako prepad peňažnej zásoby viedol k poklesu agregátneho dopytu, Bernanke sa sústredil na prepád úverovania následkom bankovej krízy.<sup>454</sup> Po finančnej kríze tak v USA, ale ani v iných vyspelých krajinách veľké banky nezanikli, ale boli zachraňované z verejných zdrojov. Centrálne banky zároveň do systému púšťali nové peniaze, aby kompenzovali ostatné vplyvy ako zvýšený dopyt po hotovosti či neochotu bánk úverovať. Cieľ sa podarilo dosiahnuť, peňažná zásoba po vypuknutí krízy v USA a eurozóne neklesla. Poklesu cien sa však zabrániť nepodarilo. Na ceny s príchodom recesie nepôsobí iba klesajúce množstvo peňazí, ale aj nižší počet transakcií, ktoré sa vykonávajú s jednou peňažnou jednotkou. Konečný efekt v cenách je výsledkom spolupôsobenia celkového objemu peňažnej zásoby a počtu transakcií, ktorý sa s každou peňažnou jednotkou vykoná za dané obdobie. Pri príchode recesie a prebudení z ilúzie bohatstva, živej centrálnou bankou, sa ľudia snažia zvýšiť množstvo peňazí, ktoré držia ako rezervu na krytie neistoty v podobe nečakaných budúcich výdavkov. Tento rast dopytu po peňažných zostatkoch, napríklad v podobe držania vyššej hotovosti alebo zostatku na bežnom účte, zvyčajne vedie k poklesu množstva



transakcií, ktoré sa s jedným eurom alebo dolárom v priemere spraví za rok. Toto sedenie na peniazoch znižuje ceny. Kým peňazí môže centrálna banka do obehu pustiť cez programy, ako je kvantitatívne uvoľňovania alebo iné nákupy aktív, koľko chce, to, ako často sa s nimi budú robiť transakcie, už priamo pod kontrolou nemá. Peniaze sa preto snaží rozhýbať sľubovaním cenovej inflácie, pričom dúfa, že strach zo znehodnotenia peňazí donúti ľudí viac míňať, a tým sami prispejú k jej tvorbe.

Snaha centrálnych bánk zabrániť tomu, aby ekonomike zmizla za pár týždňov spod zadku populácie veľká časť peňazí, je pochopiteľná. Taký veľký výkyv v žetónoch na rozdeľovanie hodnoty v ekonomike má veľké ekonomické náklady a je nežiaduci. Tento jav však nemožno skúmať bez kontextu. Deflácia je v tomto prípade priamym následkom nastavenia súčasného systému komerčných bánk, ktorým centrálna banka umožňuje existovať na zanedbateľných rezervách, a hlavne predchádzajúcej stimulácie ekonomiky nafukovaním množstva peňazí. Ak rozbehne centrálna banka vo finančnom systéme neudržateľný proces inflácie a nafúkne bubliny v cenách aktív a dlhu, nemôže byť následne prekvapená, že po zvyšovaní úroku sa objavia deflačné tendencie.

### Paleo-keynesiánska fóbia z peňazí pod matracom

V krbe horí kopa peňazí. Plamene požierajúce bankovky natáča kamera. Viac než hodinu trvá, kým sa dvojici mužov podarí po päťdesiatkach spáliť celý milión libier. Teda nie celý. Bankovky v hodnote asi 100-tisíc ani nezhoria a horúci vzduch ich komínom rozptýli po okolí opustenej budovy. Film *„Watch the K Foundation Burn a Million Quid“* je skutočne nudný. Britskí producenti v zoskupení The KLF, autori viacerých hitov a najlepšie sa predávajúceho singlu roku 1991 *Last Train To Transcentral*, sa po odchode do muzikantského dôchodku rozhodli s časťou peňazí, ktoré hitmi zarobili, spraviť umelecké predstavenie. „Aká škoda. Koľko dobra sa mohlo s tým miliónom napáchať!“ v prvom momente napadne mnohým ľuďom Netreba podliehať peňažnej ilúzii. Napriek tomu, že zhorel milión v krbe opusteného domu na škótskom ostrove, svetová ekonomika o nič neprišla. Len Bill Drummond a Jimmy Cauty sa dobrovoľne a navždy rozhodli zbaviť svojich hlasovacích práv na časť hodnôt v nej. Spolnenie neskôr oľutovali. Okrem iných dôvodov aj preto, lebo Drummond mal problém tento počin uspokojivo vysvetliť svojim deťom.

Podobného miznutia peňazí z obehu sa pri vysvetľovaní negatívnych dosahov zmien v živočíšnych pudoch obával kedysi Keynes. Zhrabávanie peňazí vystrašenými ľuďmi malo ohroziť fungovanie ekonomiky. Zvýšené vnímanie rizika vedie k snahe ľudí zvýšiť svoj peňažný zostatok a k hromadnému úteku do hotovosti. Peniaze v matracoch, peňaženkách či napchaté v škatuliach od vína zmiznú z ekonomiky a budú chýbať pri úverovaní či investíciách, čo spolu so strnulosťou nominálnych cien (k nim sa dostaneme v nasledujúcej kapitole) povedie k ekono-

mickému prepadu. Zmena v očakávaniach a prebudenie z ilúzie vyvolanej zlými peniazmi v podobe recesie skutočne vedie ľudí k snahe doplniť si likviditu tak, aby zodpovedala vyššej miere vnímaného rizika. Rastúci dopyt po peniazoch, ktorého prejavom je pokles počtu transakcií s peňažnou jednotkou, vedie k rastu relatívnej ceny jednej peňažnej jednotky a poklesu cien v ekonomike. Skôr než o problém ide o mechanizmus riešenia minulých problémov. Abstinencia v spotrebe tým, že sa niekto rozhodne svoju kúpnu silu nepoužiť na nákup statkov alebo predaj finančných aktív, lebo dopytuje peniaze, predstavuje nárast časovej preferencie, ktorej sa musí prispôbiť ekonomická štruktúra.

Peniaze sa podobajú viac na hlasovacie právo v neustále prebiehajúcich voľbách, než na lístky k odloženým kabátom v divadle. Nie sú špecificky priradené ku konkrétnym statkom a ich okamžitá hodnota sa počíta nie z ich celkového existujúceho množstva, ale podielu na hlasovaní zúčastnených hlasov – použitých peňazí. Napriek tomu, že nepôjdete hlasovať vo voľbách do parlamentu, poslancov nakoniec zvolia aj bez vás. Nebude ich menej len preto, lebo hlasovalo menej ľudí. Akurát sa do parlamentu dostanú iní ľudia než v prípade, že by svoje hlasovacie právo využili všetci oprávnení voliči. Rovnako je to s peniazmi. Bankovky, ktoré sa odložia do trezoru, sú nevyužitým hlasovacím právom. Na čas, ktorý strávi hotovosť v skrýši, sa jej držiteľ dobrovoľne, na rozdiel od KLF dočasne, vzdáva možnosti ovplyvniť použitie statkov v ekonomike. Ekonomika však funguje ďalej. Ľudia spotrebovávajú, podnikatelia podnikajú. Zlomok statkov či výrobných faktorov v ekonomike, ktorý možno k takýmto peniazom prideliť, nezostane nevyužitý. Nakoniec ich namiesto majiteľa peňazí v trezore kúpi niekto iný a vďaka jeho rozhodnutiu lacnejšie. Druhý v rade na ich použitie. A druhý v rade existuje vždy. Dopyt po statkoch v ekonomike je limitovaný len cenou, ktorú držiteľ hotovosti svojou abstinenciou znižuje. Z odkladania peňazí pod vankúš preto nemusíte mať výčitky svedomia. Vlastne robíte spoločnosti službu. Odkladaním ich použitia na vlastnú spotrebu pomáhate svetu so zvyšovaním množstva reálnych zdrojov, ktoré sú ostatným k dispozícii na investovanie a spotrebu. Problémom dnešného finančného systému je, že ak ľudia preferujú ako formu likvidity hotovosť pred zostatkami na bankových účtoch, odhaľujú nezhodu splatností pohľadávok a záväzkov bánk a tlačia ich do bankrotu. To však nie je dôvod na intervenciu centrálnej banky, ale na reformu finančného systému.

### Rigidné ceny – pevný bod novokeynesiánskeho vesmíru

Keynesiáni boli po stagflácii v 80. rokoch v USA na vymretie. Stalo sa niečo, čo ich teória považovala za nemožné. V ekonomike rástli nevyužité kapacity v podobe vysokej nezamestnanosti a zároveň rástli ceny. To sa nikdy nemalo stať, keďže klesajúci agregátny príjem z dôvodu rastúcej armády nezamestnaných mal viesť

podľa teórie skôr k obávaným deflačným tendenciám v cenách.<sup>455 456</sup> Akoby empirické zlyhanie teórie nestačilo, prišiel aj ďalší teoretický útok. V ekonomickej vede práve v tomto období spustil Robert Lucas revolúciu svojou teóriou racionálnych očakávaní. Tvrdí, že ľudia majú zvyčajne správny model fungovania sveta, a ak náhodou nemajú, potom ich chyby nie sú systematické, ale náhodne rozdelené. Tento predpoklad znefunkčnil nielen dovtedajšie makroekonomické modely, ale s nimi aj keynesiánske odporúčania pre fiškálnu politiku, napríklad v podobe zvýšenia verejných výdavkov. Podľa nového chápania ekonomického sveta mali ekonomickí aktéri automaticky vyššie verejné výdavky interpretovať ako vyššie budúce dane a podľa toho upraviť svoje správanie, napríklad zvýšené výdavky štátu kompenzovať vyšším súkromným šetrením. Podľa amerického ekonóma Alana Blindera bolo *„príchodom roku 1980 ťažké nájsť amerického akademického makroekonóma mladšieho ako 40 rokov, ktorý by o sebe tvrdil, že je keynesián“*.

Pochmúrny osud keynesiánskych hypotéz vnímali aj samotní poprední predstavitelia tohto ekonomického smeru. *„Ako veľmi je mŕtvy Keynes?“* – pýtal sa v roku 1977 v názve svojho článku starý keynesián James Tobin. Plávaciu vestu keynesiánskej paradigme poskytla hypotéza o existencii cenových rigidít<sup>459</sup> spôsobujúcich problémy ekonomike. Zápletku ekonomických problémov v podobe prekvapivého zmiznutia spotrebného a investičného libida v spoločnosti zostala rovnako mystická ako u klasických keynesiánov. Zmenil sa akurát popis procesov, ktoré vedú k recesii po vyprchaní živočíšnych pudov. Strnulé ceny statkov a miezd ponúkli východisko z teoretického problému starých keynesiánov, ako zlúčiť nominálne rigidity, na ktoré sa odvolávali, s optimalizačným správaním sa ekonomického aktéra. Svoj nový príbeh prerozprávajú v makroekonomických modeloch už neokeynesiáni vtesnali do neoklasického rámca všeobecnej ekonomickej rovnováhy. Ako príčinu rastu nezamestnanosti a slabého ekonomického rastu po šoku v podobe poklesu agregátneho dopytu, noví, reformní keynesiáni už zdôrazňujú najmä vrodenú chybu slobodných trhov. Tá spočíva v neschopnosti dostatočne rýchlo prispôbiť ceny zmenám v ekonomickej realite. Na to, aby sa trh opätovne „vyčistil“ návratom do rovnovážneho stavu a plnej zamestnanosti, preto ekonomika potrebuje okamžitý zásah ekonomických doktorov, ktorí s touto neľahkou úlohou pomôžu. V reakcii na rast popularity racionálnych očakávaní v akadémii už však namiesto fiškálnej stimulácie noví keynesiáni zdôrazňujú potrebu nasadenia predovšetkým monetárnych liekov.

Zlyhanie cien je v novom keynesiánskom príbehu kľúčové. Ak vás niekto presviedča, že recesia je výsledkom mystického poklesu agregátneho dopytu, aj prvákovi na ekonomickej musí napadnúť zásadná otázka. Ak klesne dopyt, prečo sa automaticky neupraví ponuka? Ak podnikateľ nevie predať, lebo mu klesol dopyt, zníži cenu. Tento jednoduchý zákon pozorujeme nespočetnekrát, každý deň všade okolo nás. Stačí sa pozrieť na ceny zájazdov do Egypta po streľbe do demonštrantov v Káhire alebo čo s cenami nehnuteľností spraví vyliatie miestneho potoka. Údajný



prebytok spotrebných statkov či nevyužité výrobné faktory následkom poklesu investičného a spotrebiteľského libida protirečia jednému zo zásadných predpokladov ekonómie a to, že ponuka sa cenou prispôsobuje dopytu. Presne v tomto bode prichádza keynesiánom na pomoc príbeh o strnulých, lepkavých či rigidných cenách, ktoré v krátkodobom horizonte bránia prispôsobeniu ekonomiky. Poskytnutie uveriteľnej hypotézy, prečo sú ceny nominálne a reálne strulé na mikroúrovni, nahradilo teoreticky neúspešné, pôvodne všeobecné odkazovanie keynesiánskeho príbehu na nominálne rigidity v ekonomike na makroúrovni. Ceny nestíhajú reagovať na zmeny v agregátnom dopyte a následné výkyvy na peňažnom trhu. Po znížení nominálneho dopytu neklesajú optimálne rýchlo. Ceny tovarov a služieb preto, lebo každá ich zmena niečo stojí, čo vedie monopolistické firmy, ktoré sa snažia maximalizovať zisk a nie celkové blaho, k otáľaniu s ich znižovaním.<sup>460</sup> To však nie je jediné vysvetlenie. Pri rigidite cien neexistuje jednotný model, ale noví keynesiáni uvádzajú množstvo rôznych hypotéz strnulosti cien. Niekde sú to trhové externality, inde nízka frekvencia porovnávania cien oproti frekvencii nákupov (napr. fast food). Môže to byť však aj komplexnosť vstupov, nedokonalosť kapitálových trhov či signalizačná funkcia ceny ako informácie o kvalite pre spotrebiteľa. Vysvetlení je množstvo. Nominálne rigidné sú aj mzdy. Tie preto, lebo sú stanovované v dlhodobých kontraktoch a ich zníženie kazí morálku.

Pre všetky tieto rigidity sa namiesto cien musí prispôsobovať úroveň produkcie, čo je dlhý a nákladný proces. Pre existujúce cenové rigidity v recesii panujú príliš vysoké úroky a vzdávajú sa od takzvanej prirodzenej úrokovej miery, ktorá by vyrovnala dopyt s ponukou, a posunula systém do plnej zamestnanosti. Centrálna banka musí urobiť všetko pre to, aby stlačila dole úroky v ekonomike zdvihnuté rigiditami. Aby sme boli voči novým keynesiánom spravodliví, problematické cenové rigidity do svojich modelov zapracovali aj ostatné ekonomické smery hlavného ekonomického prúdu, monetaristi či v akadémii stále dominujúci neoklasici. Empirické štúdie poukazujú najmä na neochotu miezd klesať v zlých časoch rovnako rýchlo, ako v dobrých rastú. „Lepkavé mzdy“ tak môžu vytvárať pre ekonomiku koordinačný problém, keďže z hľadiska produkcie ide o cenu tvoriacu väčšinu nákladov producentov. Zmrŕtvychvstanie sa podarilo. Noví keynesiáni sa stali dôležitou silou formujúcou moderné makroekonomické teoretizovanie. James Tobin si na vlastnú otázku mohol o 10 rokov neskôr odpovedať optimistickým článkom *Budúcnosť keynesiánskej ekonómie*, v ktorej prorokoval úspešnú budúcnosť keynesiánskej interpretácii hospodárskeho cyklu.

### Trh práce v recesii

Po vypuknutí finančnej krízy a prasknutí bublín po celom svete poskočila írsky miera nezamestnanosti v priebehu dvoch rokov z necelých 5% na 13. V rovnakom

období klesol podiel populácie zamestnanej v stavebníctve z predkrízových 12% na 5. Následky takejto emigrácie z jedného sektora trvajú po vymiznutí ilúzie vytvorenej zlými peniazmi nejaký čas. Zástupy nadbytočných zamestnancov zo sektora, v ktorom bolo koncentrovaných veľa investícií pomýlených prí nízkymi úrokmi a ich dodávateľov, musia hľadať prácu v iných odvetviach ekonomiky, čo môže trvať mesiace. Bankroty firiem, ich reštrukturalizácia či likvidácia a presun kapitálu na iné miesta v produkčnej štruktúre ekonomiky je zdĺhavý proces. Samovoľné ozdravné procesy, ktoré prebiehajú počas recesie, sa dajú zrýchliť. Urýchlený proces bankrotov a konkurzov sa dá dosiahnuť nasadením dodatočných kapacít na absorbovanie zvýšeného dopytu po týchto službách. Znižovaniu počtu nezamestnaných prospeje správne nastavenie motivácií v sociálnom systéme selektívnymi a prísne adresnými dávkami a dereguláciou trhu práce, ktorá zníži náklady zamestnávania. Administratívne náročné a neprimeranou ochranou zamestnanca predražené vytvorenie pracovného miesta je dôležitou bariérou zamestnávania najmä v neistých časoch recesie, keď nikto nevie, akým spôsobom sa bude vyvíjať osud firmy.

Ekonomovia hlavného prúdu však nehľadajú príčiny pretrvávajúcej vyššej nezamestnanosti v zle nastavenej hospodárskej politike, administratívnych bariérach podnikania, zle fungujúcom systéme vymáhania vlastníckych práv, neflexibilnom trhu práce a vysokých daniach. Hlavným podozrivým sú zlyhania trhu a spomínané lepkavé mzdy. Ich neochota nasledovať pokles dopytu, vyjadrený v nominálnych výdavkoch, vedie k tomu, že sa trh práce nečistí. Ceny, čiže mzdy, sú príliš vysoké, čo vedie k nižšiemu dopytu po práci v podobe nových pracovných miest a množstvu nezamestnaných. Strnulosť miezd, čo sa týka ich pohybu smerom dole, vysvetľujú ekonomovia dlhodobým charakterom pracovných zmlúv, ktoré neumožňujú postupné zmeny v ich výške podľa meniacich sa podmienok nominálneho dopytu. Dôvodom reálnej rigidity, keď mzdy neklesnú napríklad ani pri novo dohodnutých kontraktoch, je zas hroziaci pokles pracovnej morálky, ktorý by mohol napáchať viac škody, ako by priniesla úspora na mzdových nákladoch. Efektívne monitorovanie produktivity pracovníkov je pri kolektívnej práci často buď nemožné alebo extrémne náročné. Čo sa týka kvalít a nasadenia jednotlivých zamestnancov existuje na trhu informačná asymetria, ktorej sa chytajú noví keynesiáni rovnako ochotne ako aj v iných oblastiach ekonomiky, aby poukázali na zlyhanie slobodnej interakcie a potrebu intervencie. Zamestnávateľia preto váhajú so znižovaním miezd, ktoré by zodpovedalo nižším príjmom z predaja ich produktov. Obava z ulievania zamestnancov vedie k tomu, že pri klesajúcich cenách v ekonomike zamestnávateľia nezareagujú dostatočne rýchlo. Reálna mzda zamestnanca môže dokonca napriek nulovej nominálnej zmene narásť, čím sa práca neprimerane predražuje. Zamestnávateľia potom zamestnancom platia viac, než je hodnota toho, čo vyprodukujú. Na takomto zamestnávaní prerábajú peniaze, čo vedie k ďalšiemu obmedzovaniu produkcie. Ďalšie hypotézy vysvetlenia reálnej rigidity miezd hovoria o zamestnávateľovi ako o poisťovní, ktorá za nižšiu reálnu mzdu predáva

zamestnancovi jej stabilitu v čase. Iní teoretici vravia o snahe firiem neznižovaním reálnej mzdy zabrániť drahej fluktuácii zamestnancov a odchodu najlepších zamestnancov za lepšími podmienkami. Hypotézu nominálne rigidných miezd potvrdzujú dáta množstva empirických štúdií o zmenách v mzdách zamestnávateľov, ktoré ukazujú, že výrazne prevažuje zvyšovanie miezd nad znižovaním. V distribúcii rôznych zmien výplaty je pri nule výrazný skok, čo vypovedá o špeciálnej významnosti tejto hranice.

Tento bod keynesiáni, tradične fixovaní na agregátny dopyt, síce nezdôrazňujú, ale hypotéza problematických rigidných miezd je vo svojej podstate ponukovou<sup>462</sup> teóriou hospodárskeho cyklu. Rigidné mzdy by mali ovplyvniť práve ponuku. Z fenoménu lepkavej ceny práce nevyplýva tradičná keynesiánska nadprodukcia. Práve naopak, zvýšené náklady firiem by mali firmy prinútiť k nižšej produkcii. Teda ak nečakám, že firmy sa po kríze menia na sociálne podniky zamestnávajúce ľudí produkujúcich stratu. Čiže podstatou problému nie je nízky dopyt, ale nedostatok statkov. Už hotové výrobky na skladoch by sa preto mali predávať v prostredí zníženej produkcie vplyvom rigidných miezd extrémne ľahko. Tento popis však príliš neseďí na svet, ktorý sme mohli v recesii okolo nás pozorovať. Hromadiace sa výrobky v skladoch a predajniach obchodov počas ekonomického spomalenia nie sú jediným problémom hypotézy, že rigidné mzdy sú zlyhaním trhu a dôvodom na zásah centrálnej banky.

### Ceny sú oproti neoklasickej utópii vskutku strnulé

Tvrdiť, že niektoré vybrané ceny sú príliš rigidné, je podobne sebavedomým vyhlásením, ako keď ekonóm označí nejaké správanie, ktorého podstate nerozumie, za iracionálne. Rigidnosť je relatívny pojem. Na to, aby sme mohli ceny označiť za rigidné, musíme najprv vedieť či vo svete existuje a ako vyzerá nestrnulé optimum, v ktorom ceny reagujú podľa predstáv ekonómov. Noví keynesiáni považujú za strnulosť odklon od neoklasickej predstavy zabudovanej do populárnych makroekonomických modelov, ktorá predpokladala okamžité a kontinuálne zapracovanie zmien do všetkých cien v ekonomike. V odmietnutí takého modelu sveta sa zhodnú s rakúskou ekonomickou školou. Veď takto svet okolo nás nefunguje, a nikdy ani nefungoval. Takýto model je len zjednodušením, pomôckou, aby sa mohli makroekonomické modely vôbec počítať. Neustále a okamžité zapracovávanie nových informácií sme v celej ľudskej histórii poznali iba zlomok času a tiež len v časti ekonomiky. Na elektronických burzách môžeme iba pár desaťročí sledovať neustále a plynulé objavovanie ceny, ktoré sa približuje neoklasickej utópii. To však tiež len dovtedy, kým nevypnú prúd alebo nekľaknú banky. Ani cena banánov v zelovoci nereaguje neustále na meniaci sa počet ľudí čakajúcich v rade. Napriek tom, že je to technicky možné, nie je to z hľadiska nákladov optimálne riešenie. V čom sa však



noví keynesiáni s „rakúšanmi“ nezhodnú, sú závery, ktoré z oneskorenej reakcie cien vyvodzujú. Pre nových keynesiánov ide o zlyhanie, ktoré treba intervenciou korigovať. Pre rakúšanov ide o normálne fungovanie trhu, čiže transakcií subjektívnych, omylných, nedokonale informovaných ľudí žijúcich v prostredí vzácnosti a transakčných nákladov. Že to funguje tak dobre, ako sa len v tomto nedokonalom svete dá.

Väčšina cien v ekonomike sa nemení, a ani nemôže meniť okamžite a neustále. Zmeny cien niečo stoja a od týchto nákladov nemôžeme pri definovaní optima abstrahovať. Nejde len o vytlačenie nových cenoviek, komunikačnú kampaň, administratívne náklady zmeny, ale aj možnú stratu časti klientov z dôvodu psychologických nákladov zmeny a nepredvídateľných ťahov konkurencie v reakcii na takýto krok. Človek nie je homo economicus, ktorý má v hlave dokonalý algoritmus optimalizujúci finančný príjem. O špeciálnom vnímaní niektorých nominálnych bariér, špeciálne vnímaných cenových úrovní a ich psychologických efektoch dobre vedia podnikatelia, a to najneskôr od baťovských cenoviek s deviatkami na konci. Fascináciu psychologickými hranicami okrúhlych súm možno pravidelne pozorovať aj na grafoch, ktoré zobrazujú ceny akcií, a na tomto fenoméne je postavená celá mágia technickej analýzy. Dokonca ešte aj ceny ojazdených áut neklesajú pekne plynulo s najazdenými kilometrami, ale k ich zníženiu dochádza skokovo s každou ďalšou prelomenou stotisícovkou kilometrov na tachometri. To, ako často a o koľko sa ceny menia, teda do akej miery sú strnulé, závisí od konkrétnych nastavení týchto parametrov pri konkrétnom statku a od očakávaní podnikateľov a spotrebiteľov, týkajúcich sa ich budúceho vývoja.

Na trhu práce s dlhodobými zmluvami tiež nemôžeme očakávať, že mzda bude sekundu po sekunde kopírovať produktivitu zamestnanca. Práce nie je homogénna. Jej kvalita sa líši od zamestnanca k zamestnancovi a dokonca aj u toho istého zamestnanca v čase. Kto neverí, nech si spomenie na svoju produktivitu v práci deň po lúčení sa so slobodou dobrého kamaráta. Práca preto nie je rovnako likvidná ako ropa a pri snahe pochopiť procesy ekonomiky nemôžeme vychádzať z toho, že stanovovanie jej ceny môže niekedy fungovať rovnako. Otázka preto nie je či sú mzdy rigidnejšie ako niektoré iné ceny v ekonomike, ale či to skutočne robí zamestnávateľom problém, znižuje ich produkciu a pri poklese agregátneho dopytu vyvoláva prepád ekonomickej aktivity.

### Vedia zamestnávatelia o tom, že mzdy sú rigidné?

Nominálne či dokonca reálne zníženie miezd môže oslabovať pracovnú morálku zamestnancov, a tým aj ich produktivitu. Do určitej miery a v niektorých prípadoch. Napríklad obrovská, v médiách masívne komunikovaná kríza môže znižovanie miezd naopak uľahčovať zintenzívnením obáv z prípadného hľadania nového pracovného miesta po prepustení. Mzdy tak môžu byť flexibilnejšie než

zvyčajne. Ako obyvateľovi krajiny, ktorá má skúsenosti s obdobiami s vysokou nezamestnanosťami, sa mi iba ťažko predstavuje situácia, keď by zamestnávateľ v prípade, že hrozí, že bude prerábať na privysokej mzde zamestnanca, ju okamžite pri prvej príležitosti neznížil. Na druhej strane si veľmi ľahko viem predstaviť zamestnancov, ktorí dobre nesú zníženie mzdy vďaka, že alternatívnou je prepustenie. Ani rigiditou, ktorá je údajne vlastná zamestnaneckým zmluvám, nemôžeme vysvetliť nezamestnanosť trvajúcu dlhšie než pár rokov. Za dlhšie obdobie sa problém neflexibility miezd vyvolanej dĺžkou mzdových kontraktov musí vyriešiť sám, prepustením „rigidných“ zamestnancov a následným zamestnaním nových za nižšie mzdy. Rýchlejšie u malých zamestnávateľov a v sektoroch s vysokým obrátom zamestnancov, o niečo pomalšie tam, kde je priemerný čas zamestnania dlhší či je početná pracovná sila. Strata akéhokoľvek príjmu prestaví očakávania aj toho cenovo najstrnulejšieho zamestnanca. Proti hypotéze, že rigidné mzdy predstavujú problém pre americký trh práce, hovorí to, že viac ako polovica zamestnaných v USA od konca Veľkej recesie do roku 2013 minimálne raz zmenila zamestnávateľa. Nanovo dohodnuté pracovné zmluvy nominálnu rigiditu automaticky vylučujú.<sup>463</sup>

Psychologická dôležitosť nulovej zmeny mzdy v prípade dohodovania o cene práce u zamestnanca sa navyše dá zo strany zamestnávateľa kompenzovať. Zmena obsahu a množstva práce v rámci pracovného miesta, šetrenie na kvalite pracovných podmienok alebo obmedzovanie pracovných benefitov budú práve počas recesie obľúbené opatrenia, ku ktorým zamestnávatelia pristúpia skôr, než niekomu siahnu na výplatu. Stačí nikoho neprijať namiesto zamestnanca, ktorý sa chystá do dôchodku alebo mamičky, ktorá odišla na materskú a robotu rozložiť na okolité pracovné stoly. Alebo trochu skrátiť termíny, nábrať nové objednávky bez zvýšenia počtu zamestnancov, zrušiť veľký vianočný darčekový kôš, čo doteraz zamestnanci dostávali. Teambuilding neurobiť v Alpách, ale na Záhorí, sťažiť podmienky na získanie odmeny. Možností obísť prípadnú lepkavosť miezd existuje pre zamestnávateľa, ktorý netrpí monetárnou ilúziou, viac. Zmeny, ktoré znižujú reálne náklady práce, však budú ekonómovia v mzdových štatistikách, ktorými dokazujú problematickosť nominálne strnulých miezd, hľadať márne.

Kľúčovou otázkou pri hypotéze, že strnulosť miezd vedie k zníženiu produkcie a zamestnanosti, je, či o nej vedia iba ekonómovia, alebo je táto skutočnosť známa aj zamestnávateľom. V dnešnej ekonomii obľúbená teória racionálnych očakávaní sa dá použiť aj na kritiku teórie v recesii zvýšenej nezamestnanosti z dôvodu strnulých miezd. Ak zoberieme do úvahy, že zamestnávatelia sú schopní formovať očakávania o budúcnosti, práve oni sú finančne motivovaní, aby využili akékoľvek nástroje na odstránenie jej negatívnych dosahov. Ak o hrozbe vzniku rôznych nákladov či už v podobe psychologickéj traumy, zníženej motivácie či produktivity v dôsledku zmien mzdy vedia a pripravujú sa na ne, potom sa strnulosť miezd a náklady s ňou spojené stávajú bežnými prekážkami v produkcii. Ak podnikateľ vie, že drahý obrábací stroj sa raz za čas môže pokaziť, a ná-

klady spojené s jeho výpadkom a opravou môžu ohroziť hospodársky výsledok firmy, vytvorí pre tento prípad rezervy. Rovnaké princípy by mali platiť aj pri zamestnávaní. Ak firmy skutočne fungujú sčasti ako poisťovne pre zamestnancov, ako tvrdia noví keynesiáni, potom by sme mali pozorovať, že si zamestnávateľa za poistenie proti výkyvom vo výplate nechávajú platiť. V prípade poklesu dopytu by mali znížiť celkovú cenu za dopytovanú prácu o náklady poistenia na stabilizáciu mzdy. Trhová cena za odvedenú prácu zamestnanca by mala byť znížená o potenciálne náklady z dôvodu neprispôsobivých miezd, prenášobené pravdepodobnosťou ich vzniku. Zároveň by si mali rovnako ako iné poisťovne na trhu vytvárať rezervy na budúce náklady spojené s príchodom poistnej udalosti alebo toto riziko ďalej predávať iným aktérom na trhu, napríklad poisťovní poisťovní. Príchod problémov s rigidnými mzdami by racionálnych zamestnávateľov nemohol zasiahnuť, a viesť tak k poklesu celkovej produkcie. Podľa údajov o vývoji hodinových miezd za dve dekády v USA a vo Veľkej Británii sa to aj deje. Zamestnávateľa, ktorí sa obávajú nominálnej rigidity miezd, si skutočne vytvárajú rezervy v podobe ich preventívne nižšieho rastu. Takéto ušetrené zvýšenia platu potom rozpúšťajú v časoch stagnujúcej alebo klesajúcej produktivity bez zníženia nominálnej mzdy, či spoliehania sa na infláciu.<sup>464</sup> Eliminujú tak dosahy strnulosti miezd na makroekonomické veličiny a potrebu centrálnej banky zasahovať.

Vysvetľovať pokrízovú nezamestnanosť rigidnými mzdami je tak trochu vyjednaním čerešničiek z torty ekonomických útrap. Ak je hlavnou príčinou strnulosť ceny práce, potom by sme nemali pozorovať problémy s nevyužitým, nezamestnaným reálnym kapitálom napríklad v podobe odstavených nákladiakov, prázdnych fabrík či nevyužitých žeriavov v Španielsku. Tam dlhodobými zmluvami, pracovnou morálkou alebo informačnou asymetriou nevysvetlíme nič. Proti hovorí aj obdobie trvania vysokej nezamestnanosti. Sami noví keynesiáni hovoria o efektoch lepkových cien v horizonte pol roka, maximálne dvoch rokov. Ekonomiky vyspelých krajín sa však trápili pretrvávajúcou vysokou nezamestnanosťou a nízkym rastom viac než sedem rokov, a to napriek aplikovaniu monetárnej medicíny.

## Správanie miezd po kríze

Pokrízový vývoj sa na hypotézu neprispôsobivých miezd ako príčiny recesie dá napasovať len ťažko. Americké spoločnosti, ktoré mali trápiť vysoké náklady predražených zamestnancov, naopak dosahovali počas zvýšenej nezamestnanosti rekordné zisky. Ani na údajoch z tejto krajiny za posledných 30 rokov sa nezdá, že by nominálna rigidita vysvetľovala mieru nezamestnanosti. Meria sa počtom zamestnancov, ktorým bola mzda znížená, v pomere k počtu zamestnancov, ktorým mzda nebola znížená. Posledné údaje práve z takzvanej Veľkej recesie prekvapili ekonómov vysokým podielom pracovníkov, ktorým boli nominálne mzdy zníže-



né.<sup>465</sup> Medzi rokmi 2007 – 2008 bola nominálna mzda znížená až 37,1% amerických zamestnancov, ktorí nie sú odmeňovaní na hodinovej báze. Aj v nasledujúcich rokoch tento podiel presiahol 30%. A to je len u zamestnávateľov, kde zamestnanci zostanú rok a viac, čo celkovú strnulosť miezd ešte nadhodnocuje, keďže pri dočasných zamestnancoch a zamestnancoch meniacich zamestnávateľa môžeme očakávať flexibilitnú úpravu mzdy, ktorú v údajoch nevidno. Pozorovanie reálnych miezd ukazuje, že sa správajú tiež procyklicky. V boome rastú a v recesii klesajú. To je v rozpore so starým keynesiánskym vnímaním a v súlade s rakúskou teóriou hospodárskeho cyklu vyvolaného monetárnymi ilúziami, keď v čase boomu zamestnávateľa podliehajú prílišnému optimizmu, ktorý musia korigovať v recesii.

Na Slovensku ekonómovia medzi rokmi 2000 a 2007 veľa nominálnej ani reálnej mzdovej rigidity nenašli.<sup>466</sup> V starých členských krajinách Európy sa predpokladá rovnaká miera nominálnej mzdovej rigidity ako v ostatnom vyspelom svete. V najviac krízou postihnutých európskych krajinách – v Írsku a v Grécku – jednotkové mzdové náklady po kríze klesli o 20, respektíve 30%. V Španielsku alebo v Grécku boli tisícky lekárov, upratovačiek či policajtov ochotné pracovať napriek tomu, že niekoľko mesiacov nedostávali žiadnu mzdu.<sup>467</sup> V ostatných krajinách Európskej únie väčšinou rast produktivity predbiehal tamojší rast miezd, čo reálne náklady zamestnávateľov na mzdy znižoval. Platy poslušne klesali nominálne i reálne aj vo Veľkej Británii.<sup>468 469</sup> Kým za 5 rokov pred rokom 2008 narástol priemerný týždenný zárobok očistený o cenovú infláciu o 10%, za 5 rokov po vypuknutí krízy klesol o 8%. Mzdy tak výrazne zaostávali za produktivitou a ťažko ich možno viniť sa makroekonomické problémy. Flexibilnejšie mzdy v porovnaní s minulosťou prinieslo Británii najmä výrazné oslabenie odborov a zmeny v sociálnom systéme. Aj vďaka tomu nezamestnanosť nerástla tak prudko ako v predchádzajúcich recesiách.<sup>470</sup>

### Podfukom s tlačiarňou k flexibilným mzdám

Keď sa im nechce, treba im pomôcť. Tak rozmýšľajú intervenčne naladení ekonomickí doktori. Ak individuálne mzdy odmietajú reagovať podľa predstáv expertov, treba pohnúť celou cenovou hladinou. Vďaka existencii zlých peňazí na to existuje možnosť. Centrálna banka má moc všetky reálne mzdy v ekonomike znížiť na počkanie. Bez nutnosti čakať na otváranie pracovných zmlúv a bez ohrozenia pracovnej morálky postihnutých zamestnancov. Jednoducho zníži cenu jednej peňažnej jednotky, v ktorých sa mzdy vyplácajú, stimuláciou tvorby nových zlých peňazí v systéme. Narastú ceny ostatných statkov v ekonomike a strnulé mzdy sa nepohnú. Dôjde tak k ich reálnemu zníženiu. Bez toho, že by si to zamestnanci všimli na výplatnej páske, a požadovali od zamestnávateľa dostatočne vysokú kompenzáciu infláciou znehodnotenej mzdy. Týmto spôsobom cena práce kles-

ne do rovnovážneho stavu a vytvorí sa dostatočné množstvo nových pracovných miest, aby sa odstránila nedobrovoľná nezamestnanosť.

Taká monetárna stimulácia infláciou údajne „maže kolesá trhu práce“, <sup>471</sup> keďže pokles kúpnej sily vytvára priestor zamestnávateľovi na manipuláciu s reálnymi mzdami. V podstate ide o nástroj, ako zlými peniazmi oklamať zamestnaneckú triedu a pomôcť kapitalistom. Tento aspekt monetárnej stimulácie na základe ne-okeynesiánskej teórie sa často nezdôrazňuje a je zaujímavé, že takýto postup často obhajujú ekonómovia, ktorí si budujú verejný obraz odborníkov s citlivým srdcom a slabosťou práve pre vnímanie problémov pracujúceho ľudu. Prerozdelenie smerom od pracujúcich k firmám nie je jediným negatívnym dosahom riešenia rigidity niektorých cien plošným bombardovaním ekonomiky zlými peniazmi. Proti celej novokeynesiánskej monetárnej liečbe sa dá uštipačne argumentovať samotným Kyenesom. Zníženie reálnych miezd povedie k zníženiu kúpnej sily domácností, a tým aj ich spotreby. Oslabí sa teda agregátny dopyt. Dôležitejšie dosahy monetárnej stimulácie sú však negatívne efekty popísané v stati o inflácii.

### Rigidný dlh

Rastúce ceny nie sú podmienkou na dosiahnutie zisku. Nižší monetárny zisk môže znamenať vyšší nemonetárny zisk vyjadrený množstvom statkov, ktoré si za získané peniaze možno kúpiť. Pri stagnujúcich alebo klesajúcich peňažných príjmoch sa však pre dlžníkov stávajú problémom existujúce dlhy. Tie neklesajú s klesajúcou cenovou hladinou, naopak, ich reálna hodnota rastie. Nižšie alebo stagnujúce monetárne príjmy preto predražujú ich splácanie. Aj pri dlhu preto ekonómovia hovoria o rigidnej cene. Splácanie starých záväzkov je ťažšie, ako si dlžníci mysleli v čase, keď úver čerpali. Vysoké splátky znižujú disponibilné príjmy domácností a firiem, ktoré následne menej spotrebovávajú a investujú. Zadlženým firmám klesajú zisky, klesajú ceny akcií, rastie počet bankrotov. Práve rigidný dlh je pre mnohých ekonómov ideálnym podozrivým v príbehu ničivých dosahov poklesu agregátneho dopytu a dlhotrvajúcich, hlbokých recesií. Nejde o novú hypotézu vysvetlenia recesií prichádzajúcich po znížení cien z dôvodu poklesu nominálneho dopytu. Defláciou, nasledujúcou po prehnanom zadlžení, ktorá privádza na mizinu práve dlžníkov, sa snažil Veľkú hospodársku krízu vysvetliť už ekonóm Irving Fisher v 30. rokoch. <sup>472</sup>

Aj tu je populárnym riešením inflácia peňazí. Jej následkom rastúce ceny pomôžu dlžníkom opätovne znížiť reálnu hodnotu dlhu na únosnú mieru. Iní navrhujú radikálnejšie riešenie v podobe plošného bankrotu. Hromadne by sa odpustili staré dlhy, začalo by sa odznova. Taký dlhový tvrdý reset spoločnosti. Niečo na spôsob biblického milostivého leta, <sup>473</sup> keď sa na konci siedmich sedemročných období, teda každý 50. rok, mali podľa Starého zákona odpustiť všetky dlhy a oslobodiť izraelskí

otroci. Inflácia ani odpúšťanie dlhov vo svojej podstate nemôžu riešiť problém nízkych investícií či spotreby v ekonomike ako celku. Sú len janošíkovským nástrojom prerozdelenia. Pri snahe o riešenie strnulých miezd novými peniazmi strácajú zamestnanci v prospech tých, ktorým sa nové peniaze dostávajú do rúk ako prvým. Ak rigidná cena dlhu ochudobňuje dlžníka, z definície musí obohacovať veriteľa. Ak odbremeníme dlžníka odpustením dlhu, ochudobníme veriteľa anulovaním jeho pohľadávky. Ide preto o hru s nulovým súčtom, zmení sa rozdelenie žetónov k reálnym aktívam, ale nie množstvo bohatstva. Nie je dôvod automaticky predpokladať, že takýto návrh nutne zvýši spotrebu alebo investície. Tie sa môžu zmeniť do takej miery, v akej sa líšia tendencie týchto dvoch skupín k spotrebe alebo k investíciám. Podľa konkrétnych časových preferencií tých, ktorí týmto návrhom získajú nové zdroje, môžu investície a spotreba narásť, no i klesnúť.

Dusivé dlhy sú v období deflácie skutočne nepříjemný problém. Sú však prejavom choroby, a nie jej príčinou. Deflácia v podobe prudkého poklesu množstva peňazí v obehu v systéme s frakčnými rezervami, ktorá prichádza v cykle s vytriezvením po raste úrokov, vyžaduje plošnú, nákladnú úpravu cien a aj dlhových zmlúv. Toto obdobie adaptácie na novú ekonomickú realitu predstavuje zbytočné ekonomické náklady a šok pre dlžníkov. Po dlhových orgiách vyvolaných zmanipulovanými nízkymi úrokmi však neexistuje iné efektívnejšie riešenie. K defaultu a následnej reštrukturalizácii niektorých dlhov musí dôjsť. Strata z nich sa rozdelí medzi veriteľa a dlžníka. Obe strany spravili v minulosti chybné rozhodnutie, ktoré ju vytvorilo. To, že k ich omylu prispeli zlé peniaze a maniodepresívny finančný systém, nemožno vyriešiť ďalšou inflačnou ilúziou, ale stabilizáciou peňažnej zásoby a reformou fungovania finančného systému tak, aby sa množstvo peňazí stalo čo najviac rigidným. Kvalitné peniaze by odstránili nielen opojnú infláciu, ktorá vedie k prílišnému zadlžovaniu, ale aj následnú defláciu peňažnej zásoby, ktorá vyvoláva potrebu rozsiahlej úpravy relatívnych cien a dlhových kontraktov na nižší počet peňažných jednotiek v obehu.

### Skutočne rigidné ceny

Existujú ceny, na ktorých škodlivej strnulosti pre ekonomiku sa zhodne väčšina ekonómov bez ohľadu na to, či preferujú novokeynesiánsku, neoklasickú alebo rakúsku interpretáciu hospodárskeho cyklu. Sú to ceny, ktoré sú dokonale rigidné, keďže ich výška je stanovená zákonom. Tento druh rigidity nie je prirodzenou črtou trhu, ale výsledkom konkrétnej intervencie, a teda zlyhania štátu. Ľudia sa nedostatkami, vyplývajúce z negatívnych externalít politického procesu, snažia korigovať nákladným a rizikovým pôsobením mimo oficiálnej ekonomiky. Hovoríme napríklad o minimálnej mzde. Ak pri poklese dopytu klesne pridaná hodnota práce zamestnanca pod zákonom stanovenú minimálnu cenu práce, potom zostávajú zamestná-



vateľovi iba dve možnosti. Buď pracovné miesto zamestnanca dotovať z vlastného kapitálu alebo ho prepustiť. Pri pracovníkoch bez skúseností, špeciálnych kvalifikácií a zručností, vo vysokom veku alebo naopak pri čerstvých absolventoch, je voľba jasná. Umelú rigiditu ceny práce prinášajú aj iné štátne politiky. Dávky v nezamestnanosti, potravinové kupóny, dávky v hmotnej núdzi a iné platby zo sociálneho systému zvyšujú alternatívne náklady práce, a tým aj jej cenu. Znižujú motiváciu nezamestnaných hľadať si novú prácu a nastavujú cenové dno, pod ktoré nik svoju prácu ponúkať nebude. Na vznik pracovných miest vplyvajú aj rôzne opatrenia v Zákonníku práce zamerané na ochranu zamestnanca. Vysoké odstupné, administratívne ťažké a nákladné prepúšťanie zvyšujú náklady pracovného miesta pre zamestnávateľa a v čase klesajúceho dopytu môžu nakloniť misky váh k zrušeniu celého pracovného miesta. Efekt tejto ochrany potom spočíva vo vytvorení privilégií pre šťastných, ktorým pracovné miesto nezaniklo, na úkor rastúceho množstva nezamestnaných, pre ktorých sa už pracovné miesto neušlo.

O týchto vskutku rigidných cenách sa v diskusii o hospodárskej politike po finančnej kríze hovorilo prekvapivo málo. Nielen preto, že je politicky nekorektné hovoriť o tom, ako dávky zo štátneho sociálneho systému môžu zhoršovať samotný problém nezamestnanosti, ktorý majú pomáhať riešiť. A že časť nezamestnanosti je výsledkom racionálneho porovnania výšky existujúcich miezd s dávkami, ktoré sú dostupné bez nutnosti vynaložiť úsilie a čas. Politicky sú také diskusie nežiaduce. Z hľadiska politika nie je racionálne v čase rastúcej nezamestnanosti znižovať dávky v nezamestnanosti či minimálnu mzdu, o ktorých užitočnosti je voličská verejnosť mylne presvedčená. Naopak, dopyt postavený na verejnej ekonomickej ignorancii politici sýtia zvyšovaním rigidných cien alebo napríklad predlžovaním obdobia vyplácania dávok, čím čistenie trhu práce komplikujú. Ide o ďalšie zlyhanie štátu, ktoré umelo predlžuje recesiú a dobu nezamestnanosti. O čom mlčia politici, o tom radšej príliš nahlas nehovoria ani štátom platení ekonómovia. Nikto z nich by nezašiel tak ďaleko, že by tvrdil, že finančné motivácie vyššej dávky práve v tomto prípade nemajú žiadny efekt. Ignorovanie štátom stanovovaných rigidných cien vysvetľujú skôr zdanlivo zanedbateľným dosahom individuálnych štátnych intervencií, ktorý údajne nemôže mať na trh práce vplyv. Že opak môže byť pravdou, je dobre zdokumentované napríklad na údajoch z trhu práce USA.<sup>474</sup>



### Štátna podpora strnulosti amerického trhu práce

*Intervencie amerického štátu na trhu práce mali zásadný negatívny vplyv na trvanie a hĺbku Veľkej hospodárskej krízy v USA, konštatujú ex post ekonómovia.<sup>475</sup> Napriek tomu americkí politici nedokázali sedieť s rukami založenými a ničoho sa na trhu práce nedotýkať ani po Veľkej recesii. Po vypuknutí krízy bola napríklad*

v USA predĺžená doba poberania dávky v nezamestnanosti z pol roka na takmer dva roky. Nezamestnaným okrem dávok, ktoré sú v USA vo výške 50 percent predchádzajúceho hrubého príjmu, začal štát po kríze preplácať aj 65 percent zdravotného poistenia, čo je pre Američana významný výdavok. Dvakrát bola zvyšovaná suma potravinových kupónov pre nízko príjmových ľudí, spolu o takmer 40 percent. Túto dávku, ktorej príjemcovia nie sú testovaní na majetok, ale len na príjem, pritom v USA poberalo až 47 miliónov ľudí. Ľuďom na dávkach v nezamestnanosti bol po kríze pridaný 25-dolárový „bonus“ týždenne.<sup>476</sup> Hypotekárnym dlžníkom, ktorých hodnota domu bola nižšia ako výška hypotéky, boli odpustené splátky. Keďže sa to týkalo len ľudí s nízkym príjmom, niektorí dlžníci sa k tejto štátnej pomoci mohli dostať iba strávením nejakého času v nezamestnanosti. Hľadaniu trhovej ceny práce neprosperala ani ďalšia štátna pomoc v podobe pokrízového natiahnutia odkladu vystahovania nezamestnaného hypotekárneho neplatiča z 3 na 15 mesiacov.<sup>477</sup> Odpustené ročné nájomné vo výške 8- až 9-tisíc dolárov nezvýšilo motiváciu približne 6 miliónov nezamestnaných Američanov s hypotékou,<sup>478</sup> aby akceptovali horšie platenú prácu a o tieto peniaze prišli. Ďalším alternatívnym zdrojom príjmu pre nízko príjmovú vrstvu obyvateľstva boli dávky zdravotne postihnutým, ktoré mohli presiahnuť až 1 000 dolárov mesačne. Laxné nastavenie podmienok na ich udeľovanie viedlo k tomu, že počet zdravotne postihnutých v USA narástol za posledných 20 rokov o 100 percent. Najčastejšie vďaka depresiám a bolestiam chrbta. Len príchodom krízy vzrástol počet prihlášok na dávky o 30%. V roku 2013 ich poberalo už 14 miliónov Američanov a na dávkach bolo 4,6% ľudí v ekonomicky aktívnom veku.<sup>479</sup>

Ak to všetko spočítame, zistíme, že vďaka pokrízovým zmenám v dávkach a rôznych programoch jeden až dva milióny nezamestnaných po prepustení dostávalo 85 – 90% svojho predchádzajúceho čistého príjmu. Bez toho, že by museli ráno vstať do roboty. Štát tak priamo dotoval vytváranie časti nezamestnanosti. Zvýšenie dávok či zavádzanie nových peňažných a nepeňažných štátnych benefitov znižovalo motiváciu hľadajúcich zamestnanie. Efekty ilustrujú aj čísla z amerických prieskumov. V roku 2012 iba 13,5% nezamestnaných pod hranicou chudoby uvádzalo ako dôvod toho, že nepracujú, neschopnosť nájsť si pracovné miesto. Až tretina argumentovala zdravím alebo postihnutím a ďalšia takmer tretina rodinnými dôvodmi.<sup>480</sup> Zvyšovanie efektívnej ceny práce ničilo aj potenciálne pracovné miesta.<sup>481</sup> Negatívne efekty dávok sú najsilnejšie najmä na nízko príjmové miesta pracovníkov s nízkou kvalifikáciou, kde umelo zvýšená cena prestala

*zodpovedať hodnote vyprodukovanej marginálnym zamestnancom a jeho nahradeniu technológiami a kapitálom. Tento trend potvrdzuje aj to, že na rozdiel od väčšiny predchádzajúcich recesií alebo Veľkej hospodárskej krízy, vo Veľkej recesii v USA s rastom zamestnanosti nepoklesla produktivita na zamestnanca.*

---

## Neflexibilné faktory produkcie

Hrubá zlatá reťaz, veľké hodinky a ešte väčšie brucho. Aj bez vizitky bolo zrejmé, že na organigrame rómskej osady je vysoko. Bral len fajnové fušky, inak plnil funkciu makléra. „Kopáčov na 15-metrový 60 centimetrov hlboký rigol. Dve eurá za meter,“ zadal mu známy cez otvorené predné okno auta popis dopytovanej práce. Maklér sa krátko poobzeral a prstom ukázal na dvoch opodiaľ stojacich mladíkov. Poslušne nastúpili do auta. Takto vyzerá flexibilný trh práce. Žiadna cesta na úrad, registrácia v sociálke, povinné dôchodkové poistenie, žiadna hrozba nákladov s vysokým odstupným v prípade, že zmizne potreba pracovného miesta, alebo zamestnanec dostane pečiatku od lekára o invalidite. Napriek tomu, že práca na výkope základov domu zvýšila bohatstvo spoločnosti a životnú úroveň oboch strán, štát jej vznik kriminalizuje. Keby efektívne vymáhal všetky svoje existujúce pravidlá, potom by sa táto transakcia neuskutočnila. Známy, ktorý vyniká v iných zručnostiach, by základy na dome kopal neefektívne a Rómovia by nezarobili. Tridsať eur rád zaplatil, ale stovky eur rôznych finančných a nefinančných nákladov v prípade, že by celú operáciu chcel legalizovať, už nie.

Nezamestnanosť na slobodnom trhu je vždy dobrovoľná.<sup>482</sup> Práce je pri správnej cene dosť pre každého. Zamestnanec sa musí zamestnávateľovi oplatiť. Povedané ekonomicky, ak je požadovaná mzda vyššia, ako je zamestnávateľom očakávaná, diskontovaná hodnota hraničného produktu, ktorý pracovník vyprodukuje, tak si prácu nenájde. Ak je nižšia, potom je práce nekonečno. Minimálne mzdy, sociálne dávky, Zákoník práce, štátom nadiktované pravidlá bezpečnosti práce, administratívne povinnosti zamestnávateľa, administratívne povinnosti zamestnanca, odvody a dane sú všetko intervencie, ktoré zvyšujú trhovú cenu najmä nízko kvalifikovanej práce.

## Efekt bohatstva najmä pre bohatých

*„...nižšie úroky na hypotékach spravia nehnuteľnosti dostupnejšími a umožnia viacerým vlastníkom lacnejšie refinancovanie. Nižšie úroky na podnikových dlhopisoch podporia investície. A vyššie ceny akcií nafúknu bohatstvo spotrebiteľov a pomôžu*



*zlepšiť dôveru, ktorá môže naštartovať ich výdavky. Zvýšené výdavky povedú k vyšším príjmom a ziskom, ktoré v tomto samoposilňujúcom sa cykle ešte viac podporia ekonomickú expanziu.* Úryvok z vysvetľujúceho článku vtedajšieho predsedu Fedu Bena Bernankeho v The Washington Post, prečo sa rozhodli pristúpiť k druhému kolu kvantitatívneho uvoľňovania v novembri roku 2010.<sup>483</sup>

Očakávaný pozitívny efekt rastúceho bohatstva na ekonomiku z dôvodu rastu cien akcií bol jedným z dôležitých ospravedlnení vysokej produkcie nových zlých peňazí v rámci programov kvantitatívneho uvoľňovania. Znižovanie úrokov má vzhľadom na diskontovanie budúcich príjmov najväčší efekt na ceny dlhodobých aktív. Nejde len o nehnuteľnosti alebo dlhopisy. Akcie sú vo svojej podstate dlhým nástrojom, akurát s nekonečnou dobou splatnosti. Na zníženie úrokov reagujú rastom. Keynesiánski ekonómovia tu tušia obed zadarmo. Presvedčení o kľúčovom význame výdavkov pre ekonomiku sa v nej snažia roztočiť zázračnú špirálu podporou akciových trhov pomocou nových peňazí z centrálnej banky. Podľa hypotézy efektu bohatstva uvoľnia Američania, sledujúc rast hodnoty svojich akciových portfólií, silu stisku svojej peňaženky a rozbehnú sa do obchodov. Následná vlna spotreby a rastúcich príjmov naštartuje ekonomiku a zníži nezamestnanosť.

Rast cien akcií automaticky neznamena vznik nového kapitálu, býva len jeho prejavom. Ak rastie ziskovosť firiem, a tým aj množstvo kapitálu v ekonomike, táto skutočnosť sa spolu s očakávaniami o ich budúcom vývoji zapracuje do relatívnych cien ich podielov. Poskočenie ceny akcií už len signalizuje, že v ekonomike narástla hodnota vďaka rozhodnutiam podnikateľov dotknutých firiem. Na druhej strane prepád ceny akcií neznamena ničenie kapitálu, ktorému treba za každú cenu zabrániť. Prepád cien na akciových trhoch je už len odhalením toho, do akej miery sa vo viac či menej vzdialenej minulosti kapitál v podnikoch zničil jeho mylným investovaním do projektov neprodukujúcich hodnotu. Už vôbec nemožno hovoriť o vzniku bohatstva v prípade, že ceny akcií rastú z dôvodu rastu množstva peňazí v ekonomike. Ide o jeden z prejavov cenovej inflácie. Manipulácia akciových a dlhopisových trhov novými zlými peniazmi len prerozdeľuje existujúce namiesto vytvorenia nového bohatstva, a popri tom narúšaním cenových signálov prispieva ku chybným rozhodnutiam v ekonomike.

Efekt bohatstva rozbiehaný centrálnou bankou je štátnou podporou bohatých. V USA vlastní viac než 80% všetkých akcií 10% najbohatších ľudí. Tých centrálni bankári pokrízovým tlačением zlých peňazí a nákupom finančných spravili ešte bohatšími. Americké akcie narástli od jari 2009 aj vďaka piatim rokom tlačenia peňazí v rámci kvantitatívneho uvoľňovania o vyše 140%. No ceny domov, ktoré tvoria hlavnú zložku majetku strednej a chudobnejšej vrstvy, len o 20%. Celkové reálne aktíva, čiže najmä nehnuteľnosti, tvoriace hlavnú zložku bohatstva nižších príjmových vrstiev, ešte s 28,3 biliónmi dolárov nedosiahli ani úroveň z roku 2005. No celková hodnota finančných aktív už dosiahla 67,2 bilióna, čo je o 24% viac než vrchol z roku 2007. Priebeh inflačnej redistribučnej vlny spôsobuje, že mzdy na infláciu

reagujú s výrazným meškaním. To ochudobňuje tých, pre ktorých sú mzdy hlavným zdrojom príjmu. Potvrďuje to aj pokrízový vývoj. Na rozdiel od akcií priemerné hodinové príjmy zamestnaného Američana rastú od prasknutia bubliny najnižším tempom za posledných 50 rokov, odkedy sa tento ukazovateľ v USA sleduje. Reálny mediánový príjem americkej domácnosti je na úrovni roku 1995, o 10% nižšie, ako bol vrchol v roku 1998. Podľa odhadov Bank of England, 40% rastu cien aktív vďaka tamojšiemu kvantitatívnemu uvoľňovaniu pripadlo na 5% najbohatších Britov.<sup>484</sup> Centrálné banky sa stali kľúčovým spojencom pri vyrábaní umelého zisku pre Wall Street, banky a bohatých. Tieto skupiny najviac profitujú z tlačenia nových zlých peňazí. Je preto podivné, ako sa na peniaze zabúda pri diskusii o nerovnosti príjmov a majetku vo svete.

### Ultimátny monetárny stimul z Československa roku 1953

*„Praha je vypredaná, pred každou konfekciou stoja neuveriteľné rady, ľudia kupujú ako šialení. Vydali zákaz predaja konzerv a suchých salám, tovar je stiahnutý zo skladov. Drahší tovar sa už vôbec nesmie predávať,“* zapísal si 21. mája 1953 do denníka český lekár prof. Josef Charvát. Plné ľudí boli aj kiná, reštaurácie, každý sa snažil minúť peniaze, a tak nakupoval, čo mohol. Agregátny dopyt explodoval. Stimuláciu spotreby vyvolali neoverené informácie o chystanej menovej reforme, ktoré prenikli na verejnosť. *„Naša mena je pevná a menová reforma nebude, všetko sú to fámy, ktoré šíria triedni nepriatelia,“*<sup>485</sup> bezostyšne občanom v rádiu klamal ich prezident Antonín Zápotocký. Bolo to 29.5., čiže presne dva dni predtým, než staré peniaze prestali platiť. Okrem zrušenia platnosti vtedajších peňazí boli zrušené aj štátne dlhopisy v rukách ich domácich držiteľov. Bez náhrady sa tak stratilo aj 200-tisíc korún celoživotných rodinných úspor profesora Charváta. Nové peniaze sa vymieňali za staré pri arbitrárne stanovenom kurze. Menšie sumy, teda hotovosť do 300 korún, čo bola asi štvrtina priemerného mesačného platu,<sup>486</sup> bolo možné vymeniť takmer bez straty hodnoty v kurze 1:5. Ceny sa následne centrálnne zmenili v podobnom pomere. Na vyššie sumy sa však už aplikoval nevýhodný kurz 1:50. Podobne vklady v banke do výšky 5 000 korún sa zamieňali výhodnejším kurzom, no tie vyššie stratili od 20 až do 83% hodnoty. Takéto nastavenie menovej reformy šikovne využívalo prirodzené vlastnosti ľudí, ako je záviť voči bohatším, často šikovnejším alebo pracovitejším ľuďom, na získanie podpory u jednoduchých občanov. U komunistami nenávidených živnostníkov či súkromných roľníkov,

ktorí zamestnávali nejakú osobu, sa kurz 1 50 aplikoval na všetky sumy peňazí. Tak napríklad vykorisťovateľ prof. Charvát, ktorý na dve hodiny denne vo svojej ordinácii zamestnával sestru Božu, mal razom vďaka výmene peňazí o 90% kúpnej sily menej.<sup>487</sup> Spolu sa v celom Československu vymenila hotovosť, ktorá tvorila väčšinu peňažnej zásoby, s priemerným kurzom 1 27. Občan na nej stratil v priemere viac než 80% kúpnej sily svojich peňazí. Ak zarátame aj vklady v bankách, celkový priemerný kurz dosiahne 1.11, čo znamená, že štát občanom zobral zo dňa na deň vyše polovicu hodnoty ich peňazí. K tomu treba zarátat ešte straty zo zrušených dlhopisov a náklady ekonomického chaosu, ktorý operácia spôsobila. Celoživotné úspory ľudí na dôchodky či život rodiny boli zo dňa na deň doslova ukradnuté. Aj vďaka tejto megalúpeži finančného kapitálu občanov ich vlastným štátom bolo možné v následných dekádach financovať prežívanie nefungujúceho, centrálne riadeného socialistického kolosu. Celú operáciu umožnila existencia zlých nekrytých monopolných peňazí s núteným obehom, ktoré boli elegantne využité na obstaranie financovania štátu. Na priek ozajstným spotrebným orgiam v mesiaci pred reformou vďaka „manželkám nezodpovedných súdruhov“,<sup>488</sup> ktoré umožnili únik utajovaných informácií o takmer rok pripravovanej akcii, bola peňažná reforma pre spoločnosť a ekonomiku katastrofou. Množstvo zničených životov, zabitých odporcov samovraždy a vyše 10-tisíc ľudí vo väzení za „marenie menovej reformy“. Tento a mnoho iných príkladov zneužitia zlých peňazí štátom z minulosti ukazuje, že neexistuje dôvod na pokrízový strach niektorých ekonomov z nemožnosti monetárnej politiky v prostredí nulových nominálnych úrokov a extrémneho predĺženia. Neštandardné opatrenia centrálnych bánk nie sú vôbec vyčerpané a stále existuje široká plejáda možných intervencií, ktoré sú obmedzené iba kreativitou a odvahou štátnych ekonomov.

Inflácia zlých peňazí a explózia finančného sektora bola dôležitým faktorom pri raste nerovnosti rozdelenia príjmov a majetku vo vyspelých krajinách, ako sú USA či Veľká Británia, koncom minulého tisícročia. Prerозdeľovací efekt privilegovaného postavenia finančného sektora a bublín nafuknutých centrálnou bankou dobre pozorovať na príjmoch amerických domácností upravených o infláciu. Kým príjmy spodných 80% spoločnosti desaťročia stagnujú, príjmy horných 20%, so zrušením väzby na zlato a nárastom významu finančného sektora, začali v 80 rokoch rýchlo rásť. Podobný vývoj badať aj na úrovni jednotlivcov. Najbohatšie jedno percento ľudí v USA získalo v roku 1980 osem percent celkových príjmov, v roku 2008 to už bolo 18%. Vďaka centrálnym bankám putujú stovky miliárd dolárov<sup>489</sup>



či eur smerom od strednej a nižšej triedy k bohatým. Opatrenia majú regresívny charakter, čiže čím bohatší človek, tým viac z nich získa. Tieto monetárne politiky pritom podporujú socialistickí politici a často tí istí ekonómovia, ktorí zároveň búšia na poplach a strašia príjmovou nerovnosťou. Namiesto ukončenia štátnej dotácie akciových trhov a finančníkov chcú zavádzať majetkové dane aj na poctivo zarobený kapitál.

## Eutanázia dôchodcu centrálnou bankou

Umelé zisky, ktoré vytvára finančníkom centrálna banka, nie sú obedom zadarmo. Zaplatia ich všetci ostatní, ktorí doplácajú na manipulované úroky infláciou a ušlým ziskom z výnosových úrokov na svojich úsporách. Taký útok centrálnych bánk na peňaženky sporiteľov nie je ničím novým. Ide o praktické implementovanie Keynesovho volania po eutanázii rentiera žijúceho z úrokových príjmov. Asi najväčšou skupinou rentierov, snažiacich sa o život najmä z príjmov generovaných nasporeným kapitálom, sú starobní dôchodcovia. Pokrízová politika nulových úrokov má neblahé dosahy na jednu z najzraniteľnejších vrstiev obyvateľstva. Vzhľadom na pokročilý vek, zhoršený zdravotný stav a s ním súvisiacu nízku produktivitu sa už nemôžu spoliehať na príjem z práce. Musia žiť ako kapitalisti, len z výnosov na úsporách, prípadne zo štátnej dávky. Namiesto rizikových akcií, ktoré zo stimulácie zlými peniazmi získali, vlastnia dlhopisy alebo termínované účty, ktoré prišli o úrokový výnos. Štúdia spoločnosti McKinsey<sup>490</sup> o efektoch nízkych úrokov odhaduje, že politika centrálnych bánk medzi rokmi 2007 – 2012 pripravila domácnosti v USA, eurozóne a vo Veľkej Británii spolu o 630 miliárd dolárov na ušlom úroku. Dosah čisto na dôchodcov bude ešte vyšší, keďže prerozdelenie prebiehalo aj medzi rôznymi demografickými skupinami. Napríklad mladé, zadlžené rodiny z vytvárania nových zlých peňazí naopak získali.

Viac než 7 rokov nulových úrokov a od nich sa odvíjajúce rekordne nízke výnosy na amerických štátnych dlhopisoch spravili škrt cez životnú úroveň nejedného amerického dôchodcu. Mnohých z nich nedostatočný príjem vyhnal späť do práce. V aktívnom veku v 80. či 90. rokoch, keď si robili plány, koľko si musia našetriť, počítali s výnosom na bezpečných dvojročných amerických dlhopisoch vo výške 6 – 7%. Skutočných 0,25% v roku 2012 muselo radikálne zmenšiť množstvo darčiekov pre vnúčatá a štedrosť prestretého vianočného stola.

Nízke úroky neničia len súčasné, ale aj budúce dôchodky. Životné poisťovne a dôchodkové fondy budú mať vďaka nízkym výnosom, a teda zanedbateľnému zhodnoteniu, často nedosahujúcemu ani mieru cenovej inflácie, problém nasporiť pre svojich klientov dostatočné množstvo kapitálu na dôchodok. Zároveň novými peniazmi nafúknuté ceny finančných aktív predražujú ich obstarávanie z odvodov terajších sporiteľov, a tým znižujú budúce výnosy, z ktorých sa budú mať platiť

dôchodky. Napríklad životné poistky v Nemecku majú garantovaný minimálny výnos, ktorý bol po kríze vyšší než výnos na desaťročných štátnych dlhopisoch.<sup>491</sup> Výplata takého výnosu by pri investíciách do štátnych dlhopisov znamenala pre poisťovne straty. To ich núti spolu s dôchodkovými fondmi k „honbe za výnosom“, čo znamená, že sa presúvajú do rizikovejších aktív, ako sú podnikové dlhopisy či akcie. Centrálna banka ich tak nepriamo núti špekulovať na rizikových finančných aktívach, čo povedie k mnohým nepríjemným prekvapeniam.

### Centrálna banka nezávislá ako siamské dvojča

*„Našu nezávislosť sa neodvažujeme využívať zo strachu, že o ňu prídeme.“*  
~ Arthur F. Burns, šéf Fedu za prezidenta Richarda Nixona<sup>492</sup>

*„Ved' centrálné banky neboli vytvorené len na ochranu stability meny, ale aj na to, aby financovali štát a pomáhali finančnému systému v čase krízy, a slúžili ako veriteľ poslednej inštalácie,“*<sup>493</sup> prekvapivo otvorene povedala prezidentka argentínskej centrálnej banky Mercedes Marcó del Pont, ekonómka s diplomom z americkej Yale University. Výsledkom jej intervencií bola vysoká cenová inflácia v Argentíne, ktorú nepomohlo zmierniť ani zatváranie ekonómov do väzenia. Tých, ktorí zverejňovali pre vládu príliš vysoké odhady rastu cien. Centrálné banky vyspelých krajín už zrastenie so štátom vehementne popierajú a posledné desaťročia si potrpia na vytváraní zdania absolútnej nezávislosti od štátneho aparátu a politikov. Nezávislosť býva garantovaná v ich zakladacích listinách, kde sú definované ekonomické ciele, ktoré má centrálna banka výlučne sledovať, ako tempo rastu cien alebo nízka nezamestnanosť. Od politického vplyvu ich má izolovať samostatný, od štátu nezávislý rozpočet a špeciálne podmienky zamestnávania centrálnych bankárov s minimálnou dobou trvania kontraktu a nemožnosťou politikov ovplyvniť ich plat či prepustenie.

Mýtus o nezávislosti centrálnej banky plnej akademikov slúžiacich spoločnosti pomáha ekonómom pracovať pre túto inštitúciu bez strachu o stratu vedeckej reputácie a výčitiek svedomia, ktoré vyplývajú z asistencie v naplňaní politických cieľov konkrétnych ľudí. Moderné centrálné banky sú menej okato prepojené na politickú triedu, majú viac voľnosti a zväčša neposkytujú priame úvery vláde. To však neznamená, že sú nezávislé. Centrálni bankári nežijú vo vákuu. Na ich dobre platené a statusovo atraktívne miesta ich vymenovali konkrétni politici a nie trhový proces na základe ich objektívnych schopností pomáhať ekonomike. Aby sa guvernér stal guvernérom a nejaký čas ním aj zostal, musí mať vycibrený politický cit a dobrých známych, ktorých nesklame. Voči svojim tútorom tak majú neformalizované záväzky, čo vedie k tomu, že môže byť pre nich extrémne náročným činom vyvolať politicky nákladnú recesiю ekonomicky racionálnym zastavením

poskytovania lacnej likvidity. Netlačia na nich len politici, ale aj bankári, s ktorými úzko spolupracujú. Sprísnená monetárna politika je proti záujmom všetkých najbližších ľudí, v ktorých prostredí centrálni bankári pôsobia, z čoho vyplýva, že u nich musí existovať predpojatosť skôr k inflačnej ako ku konzervatívnej monetárnej politike. Tú vidno aj v praxi. Ako hovorí ekonóm Thomas Havrilesky, ktorý zistil, že index signalizácie požiadaviek americkej administratívy na monetárnu politiku komunikovaných cez Wall Street Journal má vplyv na vývoj peňažnej zásoby:<sup>494</sup> „Predseda Fedu, ktorý ignoruje prania prezidenta, to robí na vlastné riziko.“ Nástroje na skrotenie nelojálneho úradníka dosadeného na predsednícku stoličku majú politici v rukách aj dnes. Vláda s dostatočným počtom poslancov môže rovno zmeniť zákon o centrálnej banke či v krajnom prípade dokonca centrálnej banke odobrať exkluzívne právo emisie zákonného platidla.

### Reichsbank – skutočne nezávislá centrálna banka

*Absolútna nezávislosť inštitúcie, ktorá vlastní ekonomický ekvivalent stolčeka prestri sa, ani nie je žiaduca, a môže sa skončiť katastrofou. Takmer dokonalou nezávislosťou sa mohla vo Weimarskej republike pochváliť nemecká centrálna banka Reichsbank. Jej vtedajší prezident, Rudolph von Havenstein, blázon, ktorý na základe svojich podivných teórií o inflácii držal základnú úrokovú sadzbu na 5% v čase 100-percentného rastu cien v ekonomike, bol v centrálnej banke takmer dokonale izolovaný od nevôle vlády a zvyšku sveta. V máji 1922 prijatý zákon o autonómii Reichsbank chránil Reichsbank pred zásahmi politikov a von Havensteinovi garantoval pozíciu na doživotie. Rovnako ako v čase monetárnej stimulácie Alana Greenspana stačilo podnikateľom s prístupom k úverom z centrálnej banky na dosiahnutie bezprácného zisku požičať si za nízky úrok, kúpiť čokoľvek a po roku to predať. Zmena ceny akcií, zlata či amerických dolárov hľavo pokryla nákladový úrok von Havensteinovi, plus priniesla takmer 100-percentný zisk. Vláda, ktorej sa napriek rozbiehajúcej sa hyperinflácii nedarilo dokonale nezávislého centrálného bankára von Havensteina vykopnúť, musela situáciu riešiť kreatívne – 15. novembra 1923 založila druhú paralelnú oficiálnu menu – Rentenmark, ktorú vydávala a riadila Menová komisia vedená bankárom Hjalmarom Schachtom, mimochodom, neskorším podporovateľom Hitlera a následne aj Hitlerovým ministrom hospodárstva. Weimarskú hyperinfláciu sa nakoniec podarilo zastaviť. Veľkou mierou k tomu okrem Schachtových opatrení prispel aj infarkt a následná smrť von Havensteina 20. novembra 1923, ktoré zabezpečili okamžitý obrat v politike Reichsbank.<sup>495</sup>*



Centrálne banky sú preto nezávislé len odtiaľ potiaľ. Ako 14-ročný rebelujúci mladík, ktorý v škole zabáva vďačné publikum vrstovníkov, ale doma bez reptania umyje riady, postráži sestričku a vyvenčí psa. Dobré vie, že ak by to so svojou hrou na nezávislosť prehnal, nemal by kde bývať a čo jesť. Nezávislosť centrálnych bánk je nepriamo úmerná ekonomickým problémom krajiny; čím horšie na tom ekonomika je, tým väčší tlak na centrálnu banku a viac jej ochoty naplňovať ciele vlády môžeme čakať. Pokrízová monetárna stimulácia nie je výnimkou. Prijaté opatrenia treba vnímať aj v politicko-finančnom kontexte ľudí, ktorí ich prijímali. Idealizovaný obraz centrálného bankára, s ktorým pracuje moderná ekonómia, hovorí o človeku, ochotnom robiť ekonomicky nepopulárne opatrenia napriek nevôli finančného sektora, vlády a zvyšku ekonomiky. Že vo svojej umnej predvídavosti zajtrajšieho ťažkého rána prestane čapovať pivo práve vtedy, keď sa zábava začne rozbiehať a hostia veseliť. No aj vo vyspelom svete dnes vidíme, že takýchto kazičov monetárnych pitiek prinášajúcich zdanie rastu, masívne daňové príjmy, zisky finančnému sektoru a kopu šťastných voličov pre vládnu triedu, je medzi centrálnymi bankármi rovnako veľa, ako je skromných ľudí medzi politikmi. Takéto vlastnosti sa vylučujú s úspešným kariérnym postupom do uvedených pozícií. Šéfom centrálnej banky sa nikto nikdy nestane tak, že pravidelne, v rámci snahy maximalizovať spoločenské dobro, hnevá politikov a obmedzuje ich úlety neprijemnými ekonomickými zákonmi.

### **Podozrivo obľúbený monetárny intervencionizmus - nehryz ruku, čo ťa kŕmi**

Napriek uvedenému by som nepodozrieval ekonómov pracujúcich v centrálnych bankách z toho, že vedome nahrávajú politikom alebo finančnému sektoru. Väčšina z nich bude úprimne presvedčená o tom, že robia dobré veci pre ekonomiku a spoločnosť. Motivácie vedenia centrálnej banky priamo či nepriamo ovplyvňujú to, akým ekonomickým teóriám sa v banke, ale aj mimo nej, darí viac, a ktorým naopak vôbec. Vytvára tak sito, cez ktoré neprejde dokonalá vzorka možných vysvetlení fungovania ekonomiky. Neúmerne budú zastúpené najmä hypotézy, ktorých odporúčania vyhovujú motiváciám ľudí so zásadným vplyvom v štáte. Mnoho ľudí si láme hlavu o negatívnom vplyve bohatých farmaceutických spoločností na to, aké množstvo liekov ľudia spotrebujú, a na aké všakové možné aj nemožné boľáčky ich už doktori predpisujú. Nad vplyvom štátnych centrálnych bánk a nimi spravovaných zlých peňazí na to, kam smeruje ekonomický výskum v monetárnej politike a aké intervencie do ekonomiky sa napokon zvolia, sa pozastavuje málokto. Prítom jednou z prvých rád ekonomických učebníc „ako myslieť ako ekonóm“ je, že na pochopenie konania ľudí treba sledovať ich peňažné a iné motivácie. Pri aplikovaní tohto poznania im

nie je nič sväté. Cez nasadené vedecké okuliare konceptu sebeckých motivácií nemajú problém rozpitvávať kriminalitu, medziľudské vzťahy, fungovanie rodiny, lásku či vieru. No oprávnený a prínosný prístup vecnej analýzy motivácií skúmaných subjektov má jednu veľkú slepú škvrnu. Ekonómovia majú veľký problém tento chladný chirurgický prístup aplikovať aj sami na seba.

Najväčšie centrálné banky sveta ako americký Fed alebo európska ECB majú veľké rozpočty, z ktorých financujú množstvo ekonómov, platia výskumy, konferencie a vydávanie kníh. Ťažko sa hľadá dôvod, prečo by sme mali očakávať, že to nepovedie k vedomej alebo nevedomej predpojatosti v prospech hypotéz podporujúcich existenciu centrálnej banky a k obhajobe jej intervencií. Veľká časť výskumných výstupov prechádza v centrálnych bankách cenzúrou a výskum je posunutý a predpojatý smerom k nekontroverzným technickým vedeckým článkom.<sup>496</sup> „V banke, v ktorej som robil, bolo praxou, že výskum musel prejsť Radou guvernérov a ekonómovia boli „presviedčaní“, aby vymazali materiál, ktorý sa nepáčil popredným predstaviteľom banky,“ spomína si na časy, keď bol ekonómom Fedu, Robert Auerbach.<sup>497</sup> Nepriamu cenzúru vo Fede presúvaním ekonómov v rámci Fedu, prípadne pridelením výskumných tém, potvrdzuje aj skúsenosť Milтона Friedmana: „Rovnako dôležité je aj umiestnenie ekonómov vo Fede, ktoré má zásadný vplyv na druh výskumu, ktorý robia a posúva ho smerom k nekontroverzným, technickým článkom o metódach namiesto podstatných článkov o hospodárskej politike a jej výsledkoch.“<sup>498</sup>

Aj keď veľkoryso označíme takéto praktiky za výnimku a nie pravidlo, stále sme neeliminovali vplyv na výskum, ktorý vyplýva z podstaty finančného vzťahu medzi ekonómami a centrálnou bankou. Ľudia strácajú súdnosť, už len keď im niekto ťahá medové motúzy popod nos, nieto ešte keď im platí výplatu, z ktorej živia rodiny a splácajú hypotéku. Len na základe toku peňazí nemožno tvrdiť, že výskum ekonómov platený centrálnou bankou alebo štátom je nekvalitný alebo na objednávku. To nemôžeme automaticky povedať ani o testoch bezpečnosti lieku z výskumného oddelenia firmy, ktorá ho produkuje, no napriek tomu ich výsledky berieme s rezervou. Odmietnime vedomú nepoctivosť a snahu o kariérny postup produkciou výsledkov, ktoré potešia súčasného alebo potenciálneho zamestnávateľa. Psychologická literatúra dokladá zásadný podvedomý význam finančnej alebo mocenskej motivácie na mentálne procesy. Ťažko presvedčiť niekoho, čie pracovné miesto závisí od toho, že to nechápe. Poctivá, aktívna kritika niečoho, od čoho závisíme, je z psychologického hľadiska extrémne nepríjemná, doslova bolestivá, pretože vyvoláva vnútorný rozpor medzi dvoma presvedčeniami. Kritikou by sme išli sami proti sebe, čo evolúcia príliš neodmeňuje. Preto sa jej a dokonca aj informáciám, ktoré by mohli vyvolať nepríjemné pochybnosti, skôr vyhýbame. Vo svete okolo vnímame skôr argumenty na obhajobu legitímnosti, potrebnosti a dôvery v systém, ktorého sme súčasťou. V schopnosti maskovať nevedomé motivácie zdánlivo racionálnymi argumentmi, ktoré umožnia vedome ďalej veriť v síce nepravdivý, no užitočný blud, sú ľudia majstrami živočíšnej ríše.<sup>499</sup> Prirodzenú predpojatosť člove-

ka si zreteľne uvedomoval už samotný Charles Darwin. Preto si výhrady k svojim hypotézam, ktoré mu napadli alebo s ktorými ho konfrontovalo okolie, automaticky zapisoval. Vedel, že nepohodlné informácie jeho vlastné ja zabudne ochotnejšie než veci, ktoré sa mu hodia. Celkom ignorovať vplyv obrovského rozpočtu centrálnych bánk a armády zamestnaných ekonómov na to, čo sa skúma, ako sa to skúma a akým spôsobom sa publikujú výsledky tejto práce, je preto chyba.

## Fed a jeho ekonómia

*„...Fed... podľa môjho názoru zamestnáva priamo približne polovicu všetkých ekonómov, ktorí sa špecializujú na peniaze... Nepochybujem o tom, že to je hlavná príčina, prečo si Fed napriek biednemu zdokumentovanému výkonu uchováva takú vysokú verejnú mienku,“ napísal v roku 1993 Milton Friedman.<sup>500</sup> Ak sa pozrieme na dostupné čísla,<sup>501</sup> americká centrálna banka s spolu s regionálnymi pobočkami zamestnávala v roku 2002 na plný úväzok 495<sup>502</sup> ekonómov a 120 popredných ekonómov z akadémie spolupracovalo s Fedom v pozíciách poradcov alebo hosťujúcich vedcov. V tom istom roku roku Fed usporiadal 30 ekonomických konferencií, kde vystúpilo viac ako 300 akademikov popri vlastných ekonómoch Fedu. Na výskum „monetárnej a hospodárskej politiky“, teda na analýzy, zber dát a ich štúdium Fed v roku 2009 minul 433 miliónov dolárov.<sup>503</sup> To je v ekonomickej profesii veľká suma. Vo vedeckých periodikách, ktoré Fed sám vydáva, zverejnil viac ako 230 výskumných článkov. Súdiac podľa abstraktov bolo 74 percent všetkých amerických vedeckých článkov, venujúcich sa monetárnej politike, publikovaných práve v periodikách Fedu alebo spoluautorom bol ekonóm zamestnaný vo Fede. V edičných radách žurnálov zameraných na monetárnu politiku sedia prevažne s Fedom prepojení ekonómovia.*

Dominantný zamestnávateľ na trhu práce monetárnych ekonómov ovplyvňuje aj názory, výskum a komunikáciu ekonómov, ktorí s centrálnou bankou žiadne prepojenie nemajú. Ak nie rovno pragmaticky, tak aspoň podvedome vytvárajú štátne peniaze bariéry proti tomu, aby si monetárny ekonóm pustil kritické ústa na špacír o krokoch, či nebodaj o samotnej existencii centrálnej banky. A tým si pravdivo zhoršil vyhliadky na dobre platenú kariéru v centrálnej banke či pravdepodobnosť miesta na ministerstve financií. Ani publikovať sa mu nebude ľahko vo vedeckých žurnáloch, ktoré editujú ekonómovia finančne a kariérne prepojení na centrálnu banku. Pochopenie motivácií v systéme potom pomáha vysvetliť



relatívnu vzácnosť sponzorovaných článkov o zrušení centrálnej banky a spätnej privatizácii produkcie peňazí. Zato odporúčania výskumníkov, napríklad aby sa centrálna banka vymanila z pasce likvidity nakupovaním štátnych dlhopisov, sú podstatne frekventovanejšie. Štát ako hlavný beneficent systému monopolných peňazí v USA zamestnáva viac než 50% všetkých ekonómov, a to buď na federálnej alebo na lokálnej úrovni.<sup>504</sup> Aj ďalší dôležití zamestnávateľia ekonómov vo verejnom sektore, ako Medzinárodný menový fond alebo Svetová banka, priamo profitujú z existencie zlých peňazí, kartelizácie finančného sektora a zachovania status quo. Najväčším súkromným zamestnávateľom sú samotné komerčné banky, ktoré pôsobia v štátom privilegovanom a chránenom karteli. Bolo by iracionálne očakávať hlasnú kritiku systému, prípadne argumenty za privatizáciu peňazí alebo obmedzenie monetárnej stimulácie, od inštitúcií, ktoré priamo profitujú z produkcie zlých peňazí.

### **Za Veľkú infláciu môže veľká inflácia**

Tlačenie nových peňazí má svoje riziká. V 70. rokoch zažili USA, ale aj ostatné vyspelé priemyselné krajiny, ako sú Japonsko, Kanada či západná Európa, ropnú krízu. Koncom 60. rokov začala produkcia ropy na obyvateľa celosvetovo postupne klesať. USA potrebovali importovať čoraz vyššie objemy a spolu s ostatnými krajinami ako napríklad Nemeckom, sa stali závislými od zahraničných zdrojov často v nestabilných regiónoch sveta. Pokles produkcie konvenčnej ropy sa odrazil v cenách. K výraznému rastu cien v roku 1973, nazývanom aj „ropným šokom“, prispeli obavy o budúcej ponuke tejto suroviny. Arabskí členovia združenia producentov ropy OPEC plus Egypt a Sýria sa rozhodli uvaliť embargo na vývozy krajinám podporujúcim židovský Izrael. Išlo o reakciu na rozhodnutie USA zásobovať izraelskú armádu počas 19-dňovej jomkipurskej vojny. Efekt embarga bol skôr psychologický. Zákaz sa takmer neprejavil na reálnej ponuke ropy vyjadrenej v bareloch a Saudská Arábia ho nikdy efektívne proti USA nedodržiavala. K opätovnému poskočeniu ceny ropy v roku 1979 prispela revolúcia v Iráne, ktorá na čas vyradila produkciu tejto krajiny, a neskôr vyvolala napadnutie Iránu Irakom. Aj keď ostatné krajiny Blízkeho východu výpadok čiastočne kompenzovali a dočasný pokles ponuky dosiahol len 4%, neistá budúcnosť, ktorá sa odrazila v pesimistických očakávaniach trhových hráčov, opäť spôsobila významnejší rast cien. Celkovo cena ropy počas krízy narástla z 3,4 amerického dolára za barel na začiatku 70. rokov až na takmer 40 dolárov začiatkom 80. rokov.

Obdobie energetickej a ropnej krízy bolo zároveň obdobím Veľkej inflácie, prudkého rastu cien v americkej ekonomike. Napriek vysokej cenovej inflácii bola zároveň vysoká nezamestnanosť a ekonomika bola od novembra 1973 do marca 1975 v recesii. Ako už bolo spomenuté, táto stagflácia protirečila vtedy ešte

populárnej keynesiánskej makroekonomickej paradigme. Úloha štátneho makroekonóma, ktorý mal namiešať správny mix medzi cenovou infláciou a nezamestnanosťou, sa zrazu zdala absurdná.<sup>505</sup> Rýchly rast cien prišiel napriek voľným kapacitám a skutočnosti, že hrubý domáci produkt bol hlboko pod odhadovaným potenciálnym produktom.<sup>506</sup>

Počas Veľkej inflácie presiahla ročná cenová inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien 10% v takmer všetkých krajinách OECD (výnimkou je napríklad Nemecko). Cenová inflácia dosiahla vrchol 14,8% v USA, 25,2% v Taliansku a až 28,5% v Španielsku. Ponukové, ropné šoky v tomto období neboli jediným makroekonomickým otrasom. Americký prezident Richard Nixon po výraznej inflácii dolárov jednostranným rozhodnutím zrušil v roku 1971 vymeniteľnosť amerického dolára za zlato. Málokto vie, že na radu a naliehanie jeho ekonomického poradcu – Milтона Friedmana.<sup>507</sup> O dva roky neskôr sa celý bretton-woodsky systém nadobro rozpadol. Toto utrhnutie dolára zo zlatej kotvy a úplné uvoľnenie štátnej produkcie národných, už ničím nekrytých mien viedlo v mnohých vyspelých krajinách k masívnej monetárnej expanzii. A práve peňažná inflácia bola hlavnou príčinou obdobia rastu cien počas Veľkej inflácie. K efektu rastu počtu peňažných jednotiek na rast cien prispeli aj pesimistické očakávania. Prvýkrát v americkej histórii nebola produkcia štátnych monopolných peňazí ani formálne nadviazaná na vzácny kov, čo viedlo k obavám ľudí o zodpovednosť politikov pri produkcii peňazí. K neistote prispievala aj nezodpovedná fiškálna politika americkej vlády z druhej polovice 60. rokov, ktorá musela bojovať s obrovskými nákladmi pokračujúcej vietnamskej vojny a výdavkami na sociálny program Great Society prezidenta Lyndona Johnsona. Federálne dotácie vzdelávaniu, Medicare, Medicaid, to boli všetko veľmi nákladné politiky, na ktorých financovanie neboli adekvátne zvýšené dane.

### Fašizmus alebo zastavenie rastu cien - falošné dilemy ekonomických expertov

Ekonómia hlavného prúdu neinterpretovala Veľkú infláciu ako zlyhanie štátu, ale prezentovala omnoho zhovievavejšiu interpretáciu. Energetická kríza a ropné šoky vyvolali nákladovú infláciu. Šok na strane ponuky v podobe drahej ropy, ktorá je vstupom v produkcii množstva tovarov a služieb, podvíhal ceny v ekonomike. Tento mikroekonomický rast cien jednotlivých komodít a statkov prerástol do makroekonomického problému. Nútil centrálnu banku k expanzii množstva peňazí v obehu, aby zabránila krátkodobej stagnácii a nezamestnanosti. Pomýlené prevrátenie následku a príčiny v keynesiánskej ekonómii viedlo k absurdným záverom ekonómov hlavného prúdu: *„Dnešná inflácia je chronická. Jej korene sú hlboko v samotnej podstate sociálneho štátu. Zriadenie cenovej stability pomocou monetárnej politiky by si vyžadovalo odstrániť humánnu spoločnosť a znova by za-*

viedlo nerovnosť a utrpenie, ktoré nie je v demokraciách tolerovateľné. Na zavedenie a udržanie takéhoto režimu by bol potrebný fašistický štát s jeho politickým zriadením. Bez vojenskej junty, ktorá bude väzniť odborárskych aktivistov a terorizovať intelektuálov, je takéto riešenie inflácie nerealistické, a pre väčšinu z nás nežiaduce," napísal v roku 1979 keynesián Paul Samuelson, legenda ekonómie hlavného prúdu.<sup>508</sup> Ceny sa o dva roky neskôr podarilo skrotiť novému predsedovi Fedu Paulovi Volckerovi. Nepotreboval na to uväzniť jediného odborára, fašistický štát ani vojenskú juntú. Pomohla správna identifikácia problému, ktorým bol samotný Fed. Na vymiznutie „chronickej inflácie s koreňmi v sociálnom štáte“ stačilo prestať chrliť nové zlé peniaze a zdvihnúť základný úrok určovaný centrálnou bankou bližšie k prirodzenej miere.

Veľkú infláciu nemohol spôsobiť len ponukový šok v podobe vysokých cien ropy a následná nákladová inflácia. Ak niekto tvrdí, že rast cien nespôsobil prudký rast množstva peňazí v obehu, ale rast ceny jedného konkrétneho statku, musí vysvetliť, prečo zrazu neplatia klasické ekonomické modely. Ak konštantné množstvo peňazí pôsobí v ekonomike s nemeniacim sa množstvom statkov a stabilným počtom transakcií s jednou peňažnou jednotkou, rast ceny jedného statku nemôže viesť k rastu cien ostatných statkov. Naopak, výdavky na dražejúci statok uberú z dopytu po iných statkoch, ktoré musia následne zlacnieť. O čo viac dajú ľudia za benzín do auta, o to menej kúpia alkoholu alebo lístkov do kina. Pri absencii monetárnej expanzie alebo zásadnom poklese dopytu po peňažných zostatkoch, ktorý sa prejaví rastom počtu transakcií s jednou peňažnou jednotkou,<sup>509</sup> nemajú ceny v ekonomike prečo rásť. K rastu cien z dôvodu straty lacnej energie alebo iného dôležitého zdroja s extrémnym dosahom na produkciu, môže dôjsť až časom v prípade, že straty v zasiahnutých odvetviach sú väčšie ako rast celého zvyšku ekonomiky. Rovnaké množstvo peňazí by tak pôsobilo na množstvo statkov redukované poklesom produktivity, čo by viedlo k rastu cien zodpovedajúcemu poklesu bohatstva. Proti takémuto vysvetleniu cenovej inflácie však hovorí skutočnosť, že reálny produkt v týchto rokoch prevažne rástol, čo znamená, že v americkej ekonomike bolo nie menej, ale viac tovarov a služieb. Na efekt poklesu ponuky sa preto pri tomto 17-percentnom raste cien spotrebiteľských statkov vyhovoriť nedá.

Problémy s hypotézou nákladovej inflácie v USA v 70. rokoch nie sú iba teoretického charakteru. Zásadným nedostatkom pokusu vysvetliť Veľkú infláciu cenami ropy je, že prvé zrýchľovanie rastu cien v USA sa začalo už koncom 60. rokov, pričom rast spotrebiteľských cien dosiahol prvý vrchol 6,5% ročne v roku 1970 (v roku 1965 to bolo iba niečo vyše 1%). To bolo niekoľko rokov pred prvým ropným šokom. Ak následok predbehne príčinu, viete, že máte problém s relevanciou hypotézy vo svete s klasickým plynutím času. Taký vývoj cien zodpovedá monetárnej interpretácii javu. Očakávania vyššej inflácie vyvolali obavy o zodpovednosť štátu v tvorbe nových zlých peňazí.



## ECB: „Veľkú infláciu spôsobili zásadné chyby v monetárnej politike“

Európska centrálna banka bola od začiatku eurokrízy pod tvrdou kritikou zo strany ekonómov naklonených razantnejším intervenciám, ktorým sa zdala jej politika príliš konzervatívna.<sup>510</sup> Kým Fed pri akomkoľvek zaváhaní akciových trhov, poklese cien nehnuteľností alebo náznakoch ekonomického spomalenia okamžite reagoval záplavou nových zlých peňazí, ECB bola zdržanlivejšia. Predtým než vystrelila, zvykla zdĺhavo analyzovať situáciu. Čoraz intenzívnejšia kritika, aj zo strany popredných amerických predstaviteľov, pravdepodobne pomohla k motivácii zaradiť do pravidelného mesačného bulletinu v máji 2010 aj pohľad na Veľkú infláciu 70. rokov. Išlo zrejme o šifrovanú odpoveď najmä na anglosaskú kritiku a varovanie, kam prístup „najprv strieľaj a potom klad' otázky“ v monetárnej politike môže viesť. Analýza dospela k záveru v rozpore so stále populárnym vysvetlením eskalácie cenovej inflácie v 70. rokoch. Veľká inflácia bola podľa ekonómov ECB najmä výsledkom zásadných chýb v monetárnej politike, a nie radu nepriaznivých ponukových šokov. „Logickým dôsledkom je, že cenové explózie v takomto rozsahu nie sú neodvratným javom, ale dá sa im naozaj predchádzať za predpokladu, že budeme mať na pamäti lekcie, ktoré nás obdobie Veľkej inflácie naučilo.“<sup>511</sup> K takémuto záveru dospeli v ECB na základe porovnania toho, čo sa dialo v USA, s krajinami, ako je Nemecko a Švajčiarsko, kde monetárna politika bola v skúmanom období zodpovednejšia. Ak je pravda, že výbuch spotrebiteľských cien v americkej ekonomike bol spôsobený prudkým rastom cien ropy, potom by sme mali podobný vývoj zaznamenať aj v iných vyspelých krajinách. Napriek tomu, že Nemecko nie je ropná veľmoc a ropu muselo dovážať tak ako USA, boli dosahy ropných šokov na ostatné ceny v ekonomike výrazne miernejšie. Rast spotrebiteľských cien nedosiahol po roku 1973 ani 8%, čo je polovica cenovej inflácie v USA. Kým potraviny a energie narástli v USA medzi rozpadom breton-woodskeho systému a decembrom 1979 o 104 a 187%, v Nemecku to bolo za rovnaké obdobie len o 42 a 108%. Kľúčový rozdiel v rýchlosti rastu cien týchto dvoch krajín nájdeme v tom, čo robili ich centrálné banky. Kým ex post reálne úroky, počítané ako rozdiel medzi nominálnym úrokom a skutočnou vtedajšou cenovou infláciou, boli v USA počas takmer celého obdobia Veľkej inflácie výrazne negatívne, v Nemecku sa pod nulu dostali na krátke obdobie iba dvakrát.<sup>512</sup> Nemecká centrálna banka tak neplatila dlžníkom úrok za to, že si od nej požičiavali novovytvorené peniaze. Nadpriemerná cenová

inflácia v Nemecku v tomto období bola výsledkom toho, že aj nemecká centrálna banka sa posunula smerom k reštriktívnej monetárnej politike príliš neskoro. Až po tom, ako sa jej nepodarilo rast cien po prvom ropnom šoku v roku 1973 zastaviť čisto presviedčaním sociálnych partnerov, aby rast cien nepremietali do rastu miezd. V decembri 1974 sa preto zamerala na sledovanie rastu peňažnej zásoby. S cieľom dosiahnuť vytýčené ciele pristúpila Bundesbank k výraznému zvýšeniu nominálnej úrokovej sadzby, čo viedlo k postupnému rastu ex post reálnych úrokov, ktoré v roku 1982 v Nemecku dosiahli až 6%. To bolo dosť na obmedzenie rastu počtu nových mariek v obehu a ukotvenie inflačných očakávaní.

Tézu, že za Veľkú infláciu môže z veľkej časti Fed, potvrdil svojimi vyjadreniami aj jeho predseda z rokov 1970 – 1978 Arthur F. Burns. Podľa neho centrálna banka nedisponuje až takou nezávislosťou, ako by sa mohlo na prvý pohľad zdať, a monopolný producent zlých peňazí musí prispôbiť objem výroby politickým cieľom Kongresu. „Zákon o zamestnanosti predpisuje, že, je neustálou politikou a zodpovednosťou federálnej vlády... podporovať maximálnu zamestnanosť“. Federálny rezervný systém je predmetom tejto časti zákona a ten preto limituje praktický rozsah pre reštriktívne opatrenia...Vždy, keď sa vláda rozhodla zväčšiť objem sociálnych dávok, robila tak s predpokladom, že monetárna politika nejakým spôsobom pokryje túto akciu. ...Ak by sa Federálny rezervný systém potom snažil vytvoriť monetárne prostredie, ktoré by zásadným spôsobom bránilo tlaku na rastu cien vyvolanému a posilňovanému konaním vlády... maril by tak vôľu Kongresu, ktorému sa zodpovedá – Kongresu, ktorého zámerom bolo poskytovať dodatočné služby voličom a zabezpečiť udržanie pracovných miest a príjmov, a to najmä v krátkodobom horizonte," uviedol vo svojej verejnej prednáške s názvom *Muky centrálného bankovníctva* v roku 1979 v Belehrade.<sup>513</sup> Fed teda robil to, čo chceli politici, a ľudia za to platili infláciou. Rozbehnutú cenovú infláciu v USA zastavil až radikálnym zvýšením základných úrokov nový predseda Fedu Paul Volcker. Úroky pre najbonitnejších veriteľov dosiahli dnes neuveriteľných 20%. Fed prestal úrokmi nasledovať cenovú infláciu a namiesto toho ju predbehol. Nominálne úroky nastavil nad očakávanú cenovú infláciu. Očakávané reálne úroky boli teda konečne pozitívne, čo schladilo inflačné obavy. „Skúsenosť s Veľkou infláciou, keď bola vyššia inflácia systematicky sprevádzaná žalostným makroekonomickým výkonom reálnej ekonomiky, navždy pochovala teóriu, že existuje nejaký výmenný vzťah medzi infláciou a reálnou ekonomickou aktivitou a zásadným spôsobom prispela k znovu potvrdeniu „klasickej“ predphillipsovskej pozície. Inflácia na-

*rúšaním trhových signálov poškodzuje fungovanie trhovej ekonomiky, a preto celkovo negatívne ovplyvňuje jej makroekonomickú výkonnosť. Táto pozícia bola výstižne komunikovaná približne v období Veľkej inflácie laureátom Nobelovej ceny za ekonómiu z roku 1974 Friedrichom von Hayekom a predstavuje jeden zo základných elementov znalostí dnešnej monetárnej politiky a jednu z hlavných lekcií epizódy Veľkej inflácie,” uzatvára Európska centrálna banka.<sup>514</sup>*

## Kde je moja hyperinflácia?!

Fed počas krízy a v rokoch po nej vytvoril nezvyčajne veľké množstvo rezervných peňazí. Monetárna báza, ktorú tvoria práve rezervy komerčných bánk v centrálnej bank a hotovosť, sa v priebehu niekoľkých mesiacov zdvojnásobila a v nasledujúcich piatich rokoch narástla na takmer pätnásobok predkrízovej hodnoty. Pätnásobne namnožiť monetárnu bázu Fedu v období pred finančnou krízou trvalo 26 rokov. Vďaka globálnej monetárnej stimulácii neštandardnými nákupmi aktív za novovytvorené peniaze prudko narástli aj súvahy všetkých dôležitých centrálnych bánk vo svete. Ak sčítame veľkosť európskej, americkej a japonskej centrálnej banky, tak ich aktíva narástli z 11% svetového HDP v predkrízovom roku 2007 na viac ako 24% v polovici roku 2013. To je dokopy 4 700 miliárd dolárov. Tento vývoj viedol k varovným predpovediam skorého príchodu vysokej inflácie či dokonca hyperinflácie niektorými ekonómami a ekonomickými komentátormi. Predpovede sa nenaplnili a ročné tempo cenovej inflácie v období prvých troch programov kvantitatívneho uvoľňovania ani raz nepresiahlo 4%, s priemerom niečo nad 2%. Absencia vysokej inflácie v spotrebiteľských statkoch po explózii monetárnej bázy nevyvracia vplyv množstva peňazí v ekonomike na ceny, ako na základe pokrízových rokov mnohí vyvodili. Skôr poukazuje na potrebu dobrej definície peňazí pri odvážnych predpovediach.

## Rozdiel medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou

Vysvetlenie toho, prečo radikálne kroky centrálnych bánk v rokoch po kríze okamžite neviedli k vysokému rastu spotrebiteľských cien v ekonomike, spočíva v správnej identifikácii toho, čo tvorí peňažnú zásobou. Pre niekoho možno technický detail, no ide o kľúčový bod v snahe o pochopenie toho, za akých podmienok a kedy môže dôjsť k výraznejšiemu rastu cien v ekonomike. Aby sme vedeli, čo môže ceny nafúknuť, musíme najprv správne identifikovať to, čo sú a čo nie sú peniaze, v ktorých sa ceny uvádzajú. Chybou analytikov a komentátorov, ktorí okam-



žite po spustení tlačiarň centrálnych bánk predpovedali príchod vysokej cenovej inflácie, bolo, že si peňažnú zásobu mýlili s monetárnou bázou. Predčasne preto infarktovali pri správach o dynamickom raste súvah centrálnych bánk. Monetárna báza sa skladá z hotovosti v obehu a rezerv komerčných bánk v podobe zostatkov na účte centrálnej banky a hotovosti v trezoroch bánk. Sama však nie je celá súčasťou peňažnej zásoby. Z monetárnej bázy patrí do peňažnej zásoby iba hotovosť v obehu, mimo trezorov bánk, ktorá sa nachádza v ekonomike a pôsobí tak na ceny. Peňažnú zásobu ďalej tvoria elektronické peniaze na účtoch v bankách. Teda naše zostatky na bežných účtoch a iné peniaze v bankách splatné na požiadanie.<sup>5,5</sup> Samotné hotovostné peniaze, ako jediná zložka monetárnej bázy, ktorá zároveň vstupuje aj do peňažnej zásoby, sú však po krízových opatreniach už len jej zlomkom. Napríklad v USA dnes papierové a kovové doláre v obehu tvoria len jednu tretinu monetárnej bázy. Neštandardné opatrenia v podobe kvantitatívneho uvoľňovania a iných krízových programov centrálnych bánk nafúkli relatívnu veľkosť druhej zložky monetárnej bázy – rezervy komerčných bánk. Práve za tieto rezervy centrálne banky nakupovali od komerčných bánk hypotekárne cenné papiere a štátne dlhopisy v snahe o ich záchranu a stimuláciu ekonomiky.

Rezervami komerčných bánk sa však neplatí v obchodoch, na čerpacích staniach a nevyplácajú sa z nich mzdy. Nepôsobia teda priamo v ekonomike a používajú ich medzi sebou výlučne komerčné banky a centrálna banka pri vzájomných obchodoch, úverovaní a presune vkladov obyvateľstva z banky do banky.<sup>5,6</sup> Sú len krytím existujúcich ozajstných elektronických peňazí na bežných účtoch, ktoré sú súčasťou peňažnej zásoby. Odrazom ich existencie a zúčtovacích vzťahov s centrálnou bankou. Tak ako kedysi zlato v trezoroch krylo bankovky vydané bankou, dnes rezervy komerčných bánk na účte v centrálnej banke kryjú bankami namnožené elektronické peniaze na bežných účtoch. Len sčasti, keďže dnešný finančný systém funguje na frakčných rezervách.

### **Povinné minimálne rezervy dnes nie sú efektívnym nástrojom monetárnej politiky**

Minimálnu hranicu rezerv, koľko musia komerčné banky držať proti účtom splatným na požiadanie, určujú centrálne banky. Kedysi sa tento pomer považoval za dôležitý nástroj monetárnej politiky. Predpokladalo sa, že zníženie povinných minimálnych rezerv povedie k ich uvoľneniu na multiplikáciu a zodpovedajúcemu rastu peňažnej zásoby, ich zvýšenie naopak k úverovej kontrakcii. No po finančnej kríze tento predpoklad prestal platiť. Komerčné banky v USA a eurozóne držia výrazne viac rezerv, ako je ich povinné minimum, a počty teoretickej multiplikácie tak nesedia. Preto napríklad nefungovala ani snaha ECB podporiť úverovanie komerčných bánk súkromného sektora znížením povinných minimálnych rezerv

na bežné účty a iné krátkodobé záväzky koncom roku 2011 z pôvodných 2% na 1%. Napriek tomuto kroku a rôznym dlhodobým úverovým programom ECB objem úverov súkromnému sektoru ďalej klesal. Povinné minimálne rezervy v USA stratili zásadný vplyv na finančný systém dávno pred krízou. Ešte začiatkom roku 1994 vtedajší predseda americkej centrálnej banky Alan Greenspan posvätil komerčným bankám praktiku sweep programov.<sup>517</sup> Ide o trik, ktorým si banky znižujú náklady z držania povinných minimálnych rezerv ich znížením. Stačí, keď softvér na noc preklasifikuje, „pozametá“ peniaze z bežných účtov, z ktorých sa rezervy počítajú, na sporiace účty, proti ktorým rezervy držať nemusia. Takáto „deregulácia“ umožnila bankám obchádzať formálne požiadavky centrálnej banky na držanie minimálnych rezerv.<sup>518</sup> Minimálne rezervy sa stali irelevantnými. Banky sa mohli pred regulátorom tváriť, že majú nízke vklady splatné na požiadanie a všetky peniaze pozametať na účty bez rezervných požiadaviek. Znížili sa tak náklady bánk, no na úkor rizikovosti celého systému. Umožnila sa teoreticky nekonečná multiplikácia rezerv obmedzená iba dopytom po úveroch a odvahou manažérov banky. Rezervy bezprostredne pred pádom Lehman Brothers v septembri 2008 nedosahovali ani 1% amerických elektronických peňazí splatných na požiadanie.<sup>519</sup> Zametanie zrušilo aj výpovednú schopnosť agregátu M1 o množstve peňazí v ekonomike. Tento agregát napriek rýchlemu rastu peňažnej zásoby klesal, keďže peniaze v noci utekali na sporiace účty, ktoré už M1 nezahŕňa, ale patria do agregátu M2.

Efekt posvätenia sweep programov štátnym regulátorom poukazuje na možnosť monetárnej expanzie a intenzívnej produkcie nových peňazí súkromným sektorom aj v prípade absencie zásadných zmien bežne sledovaných ukazovateľov monetárnej politiky, akými sú základný úrok či veľkosť súvahy centrálnej banky. Peňažná zásoba v druhej polovici 90. rokov rástla medziročným tempom vyše 10% a nafukovala bublinu v akciách napriek tomu, že základný úrok Greenspan po poslednej vlne jeho zvyšovania neznížil nijako radikálne, „len“ zo 6% roku 1995 na 4,75% v roku 1999. Súvaha centrálnej banky, ďalší obľúbený, no mylný ukazovateľ peňažnej expanzie, pritom počas tohto obdobia tiež rástla pomaly. Z charakteristiky fungovania frakčného rezervného bankovníctva vyplýva, že k výraznej zmene v peňažnej zásobe, a tým aj významnému vplyvu na ekonomiku môžu viesť aj malé zmeny v dostupných rezervách a ochote bánk riskovať ich multiplikáciou pri úverovaní. Bez ohľadu na to, či sú takéto zmeny vyvolané krokmi centrálnej banky alebo vplyvom ekonomického prostredia, napríklad vo forme technologických inovácií, inej forme zúčtovania či zmene dopytu po peňažných zostatkoch z dôvodu zmeny očakávaní ekonomických aktérov. Stačilo presvedčenie trhu, že Greenspan so svojimi tlačiarňami stojí pripravený garantovať minimálne výkupné ceny na akciových trhoch, a banky už vyprodukovali peniaze potrebné na realizáciu tohto sna o krajšom zajtrajšku.

Absencia efektívneho pravidla na držanie minimálnej úrovne rezerv automaticky neznamená, že banky nadobro vyprázdnia trezory a rezervné účty.

Nejaké rezervy banky stále potrebujú na výplatu svojich klientov v hotovosti alebo na uhradenie záväzkov voči iným komerčným bankám. Sú dôležitou ochranou a poistením bánk pred behom klientov alebo iných bánk na ich pobočky. Výška rezerv, ktoré banky držia, bude preto v prípade uvoľnenia rezervnej politiky určovaná najmä stratégiou banky, jej očakávaniami a nastavením manažmentu rizika. Neefektívnymi minimálnymi rezervami nedošlo ani k strate zásadného vplyvu centrálnych bánk na bankový systém. Úžitok posledného eura alebo dolára rezerv pre komerčnú banku, od ktorého závisí, aké množstvo ich musia komerčné banky pri dosahovaní svojich cieľov držať, majú centrálné banky stále pevne vo svojich rukách. Dopyt komerčných bánk po rezervách, a tým aj úrok na medzibankovom trhu, ktorý banky platia za ich získanie, kontrolujú zmenami celkového objemu rezerv v systéme.

### Rast rezerv ešte automaticky neznamená infláciu - japonská záhada vyriešená

Rast rezerv, ku ktorému po kríze došlo, preto automaticky neznamená rast množstva peňazí v obehu so všetkými dôsledkami pre kúpnu silu jednej peňažnej jednotky. Na strašenie okamžitého príchodu rastu cien bolo priskoro. Ak centrálna banka nakúpi od utrápenej komerčnej banky níkým nechcené aktívum, zaplatí pripísaním hodnoty transakcie na jej rezervný účet, ktorý sama vedie na svojej súvahe. V tom momente narastie množstvo rezerv, a tým aj monetárna báza. Rovnako sa zväčší súvaha centrálnej banky, no zatiaľ nedôjde k nijakej zmene peňažnej zásoby. Rovnako nedôjde k rastu množstva peňazí v ekonomike iba tým, že si niekto vyberie zo svojho účtu hotovosť. Ak banka nemá požadovanú sumu vo forme hotovosti sama v trezore, musí na uspokojenie požiadavky klienta elektronické rezervy zmeniť na bankovky. Dá teda pokyn centrálnej banke, ktorá príslušný objem nechá vytlačiť a dopraví do trezoru pobočky. O túto sumu zároveň zníži rezervy tejto komerčnej banky na svojich účtoch. Narastie síce množstvo hotovosti v obehu, no zároveň klesne množstvo elektronických peňazí. Až kým banka vzhľadom na chýbajúce rezervy neobmedzí úverovanie, nebude mať tento krok vplyv na celkovú peňažnú zásobu. Nezmení sa počet peňazí, ale len ich forma. Schopnosť rozoznávať, čo peňažnú zásobu nafukuje, je užitočná aj v pochopení údajnej neschopnosti japonskej centrálnej banky rozbehnúť v krajine infláciu a zabrániť cenovej deflácii. Nedarí sa jej to ani pomocou už niekoľko dekád aplikovaných neštandardných opatrení. Japonsko, kde v 90. rokoch praskla bublina v aktívach a nasledovala dekáda stagnácie, bolo laboratóriom v experimentovaní s modernými monetárnymi politikami kvantitatívneho uvoľňovania. Ich vlastné QE tam implementovali už po roku 2000. Neskôr sa japonská centrálna banka pripojila k ostatným svetovým centrálnym bankám a po kríze zaviedla nové programy nákupov aktív za



novovytvorené peniaze. Aj v Japonsku mali nákupy aktív vplyv najmä na objem rezerv komerčných bánk a v omnoho menšej miere na množstvo peňazí v obehu. Ak sa pozrieme na správne definovanú peňažnú zásobu a nie málo informatívny rast súvahy japonskej centrálnej banky, namiesto bombastickej inflácie nájdeme za posledných dvadsať rokov skromný postupný rast množstva peňazí v priemere iba 2,4% ročne. Ten v kombinácii s predpokladaným rastom produktivity v porovnateľnej výške nie prekvapivo zodpovedá stagnácii cien pozorovanej v ekonomike v tomto období.<sup>520</sup>

### Keď multiplikačný zázrak prestane fungovať

Teória a prax sú dve rozličné veci aj v ekonómii. Peniaze sa v reálnej ekonomike nemnožia tak, ako uvádzajú názorné modely multiplikácie v učebniciach o bankovníctve. K maximálnemu využitiu multiplikačného potenciálu, určeného požiadavkami centrálnej banky na minimálne rezervy a ňou vytvorených rezerv, v systéme nedochádza. Obstaranie rezerv nie je pre banky zadarmo. V prípade, že ich získajú od Fera, ktorý si vloží hotovosť na bežný účet alebo si presunie peniaze z inej banky, je nákladom úrok na Ferovom účte. Rezervy sa ešte dajú požičať od ostatných bánk za úrok na medzibankovom trhu. Ďalšími spôsobmi, ako sa dostať k rezervným peniazom, sú priama pôžička od centrálnej banky alebo predaj aktív banky. Náklady získania rezerv na medzibankovom trhu potom ovplyvňujú ich použitie. Multiplikácia peňazí bankami na rezervách, teda poskytovanie nových úverov, sa zastaví vtedy, keď je výnos posledného, hraničného eura z poskytnutého úveru nižší alebo rovný hraničnému nákladu držania vkladov splatných na požiadanie alebo úverov od ostatných bánk či centrálnej banky. Brániť maximálnej multiplikácii v systéme môže viacero faktorov. Jedným je rast úrokov na bežných účtoch alebo rast úrokov na medzibankovom trhu, ktorý signalizuje nedostatok rezerv. Ďalším je pokles výnosov z nových úverov zapríčinený buď nízkymi úrokmi alebo rastúcou pravdepodobnosťou potenciálnej straty na novoposkytnutých úveroch z dôvodu zhoršeného ekonomického prostredia a vysokej neistoty. Ak potenciálny výnos z nových úverov nevyváži náklady vyplývajúce z takéhoto použitia rezerv, potom banky držia viac rezerv, než im predpisuje centrálna banka. Tieto „nadbytočné“ rezervy obmedzujú priamu kontrolu centrálnej banky nad peňažnou zásobou, keďže jej hlavnou zložkou sú práve vklady vytvárané úverovaním na bežných účtoch.

Po kríze sa snaha komerčných bánk o minimalizáciu pomeru rezerv k úverom a iným aktívam prinášajúcim výnosy obrátila o 180 stupňov. Americké banky naopak začali držať veľký objem „nadbytočných“ rezerv, ktoré sa na ich súvahy dostali predajom toxických hypotekárnych papierov a štátnych dlhopisov Fedu za novovytvorené peniaze v rámci programov kvantitatívneho uvoľňovania. V ekonomike po

kríze prebiehal proces likvidácie mylných investícií z minulosti a prepočítavanie podnikateľských a spotrebiteľských plánov. Zároveň prebiehali rôzne fiškálne či monetárne intervencie štátu, čo prispievalo k vysokej miere neistoty o budúcom ekonomickom vývoji. Firmám sa nechcelo príliš riskovať. Nerozbíhali nové projekty, málo investovali, čo viedlo k nízkemu dopytu po úveroch. Na druhej strane ľudia, ktorí sa popáliť vysokým dlhom, sa ho snažili zbaviť a namiesto naberania ďalších spotrebných či hypotekárnych úverov splácali tie staré. Počet všetkých kreditných kariet v USA klesol z 1 496 miliónov v predkrízovom roku 2007 na 1 145 miliónov v pokrízovom roku 2010.<sup>521</sup> Objem nesplateného dlhu na kreditkách klesol za rovnaké obdobie o 16%. V rámci pokrízového takzvaného deleveragingu, čiže znižovania zadĺženia v súkromnom sektore, sa domácnosti a firmy snažili upratať svoje súvahy a dostať ich na dlhodobu udržateľnú úroveň zodpovedajúcu menej ružovej budúcnosti. No za poklesom dlhu a inflačných tlakov nie je len znížený dopyt po úveroch. Obmedzená je aj ponuka úverov. Prepuknutím finančnej krízy došlo k citlivejšiemu vnímaniu rizika vo finančnom sektore, ktoré prispelo k spochybňovaniu zdanlivej bezpečnosti súkromných finančných aktív.<sup>522</sup> Mnohé z nich prišli o vynikajúce investičné ratingy a stali sa menej likvidnými. Bol na ne uplatňovaný vyšší haircut, čiže sa ich hodnota výraznejšie znižovala pri použití v zabezpečení úveru. Takáto prax znížila celkový objem cenných papierov, ktoré banky zvykli akceptovať ako dostatočne bezpečný kolaterál pri poskytovaní úverov. Nízka solventnosť častí bankového sektora v kríze a neochota riskovať znížili dôveru medzi samotnými bankami, ktoré boli menej ochotné navzájom si poskytovať krátkodobé úvery. Tento faktor spolu s novými regulačnými požiadavkami redukoval počet úverov v rehypotekačnej reťazi. Rehypotekácia je postupný proces vzniku nových úverov medzi rôznymi finančnými inštitúciami, v ktorých ako zábezpeka niekoľkokrát za sebou vystupuje jeden a ten istý dlhopis. Je to ako keby banka nehnuteľnosť založenú na vašu hypotéku poskytla ako zábezpeku pri úvere načerpanom od inej banky. Rehypotekácia umožnila s rovnakým množstvom relatívne bezpečných finančných aktív vytvoriť ešte väčšie množstvo úverov. Ide o obdobu toho, čo ekonómovia volajú rýchlosť obehu peňazí. Tak ako rast počtu transakcií s jednou peňažnou jednotkou násobí efekt danej peňažnej zásoby na ceny, počet rehypotekácií jedného dlhopisu násobí efekt ich množstva na celkový objem vytvorených úverov. Veľké banky ešte v roku 2007 používali jeden cenný papier ako záruku v priemere v troch úverových obchodoch. V roku 2010 to bolo len 2,4.<sup>523</sup> Skrátenie týchto kolaterálových reťazí v kombinácii s poklesom absolútneho objemu bezpečných aktív viedlo k nižšej ochote poskytovať nové úvery bankovým sektorom, a tým pomohlo obmedziť ich celkový objem. Keďže v dnešnom systéme znamená poskytovanie úverov vytváranie peňazí, viedlo to aj k nižšej ochote bánk prispievať k rastu peňažnej zásoby.

## Súboj inflácie s defláciou má jasného favorita

Nedostatok investičných príležitostí s nízkym rizikom, nižší dopyt po úveroch, obava z prípadných strát z nových úverov, pokles objemu finančných aktív považovaných za bezpečný kolaterál a vysoký dopyt po rezervách na medzibankovom trhu spolu viedli k tomu, že banky nevyužili nové rezervné peniaze chrlené centrálnymi bankami na výrazné zvýšenie objemu úverov ekonomike. Skok v množstve rezerv a zníženie základných úrokov sa nepremietli proporcionálne do skoku v množstve peňazí. Kroky v monetárnej politike prestali mať okamžitý a priamy dosah na ekonomiku, ekonómovia začali hovoriť o nefungujúcom transmisnom mechanizme. V kombinácii so splácaním starých úverov, čo v systéme bánk s frakčnými rezervami predstavuje zánik peňazí, boli výsledkom deflačné tlaky. Multiplikačný zázrak v Európe nenastal aj z iného dôvodu. Súvahy kontinentálnych bánk trpia nízkou likviditou svojich aktív. Ak by banky chceli predať niektoré z nich, napríklad pohľadávky voči neúspešným developerským projektom alebo štátne dlhopisy problematických krajín eurozóny, museli by pri predaji realizovať straty, čo by odhalilo ich nesolventnosť a nedostatok vlastného kapitálu. Americké banky sa zas zdržanlivosťou v úverovaní snažili minimalizovať náklady nových regulačných pravidiel v podobe dohovoru Basel III. Ten im nakázal zvyšovať kapitálovú primeranosť. Zvyšovať kapitál je len jedným zo spôsobov, ktorými sa dá dosiahnuť požadovaný pomer vlastného kapitálu k aktívam banky. V čase, keď boli ceny akcií bánk často pod úrovňou ich účtovnej hodnoty, ide o pomerne drahú záležitosť, keďže noví investori získavajú za málo peňazí veľký podiel vo firme. Druhou možnosťou je zmenšovať objem aktív. No aktíva zarábajú bankárom na výplaty, preto znižovanie ich objemu stojí banku stratené príjmy. Banky situáciu riešili kombináciou oboch prístupov. Okrem získavania nového kapitálu na súkromných trhoch transformovali časť svojich aktív z rizikových, proti ktorým musia držať kapitál, na také, ktoré regulátor považuje za bezrizikové, a preto nevyžaduje viazanie vlastných zdrojov. To je napríklad hotovosť, ktorej držanie sa prejaví ako nadbytočné rezervy, a štátne dlhopisy. V USA prispievalo k tlmeniu multiplikačného nadšenia tamojších bánk aj to, že Fed začal v kríze za držanie rezerv vyplácať úrok,<sup>524</sup> čím náklady ich držania ešte viac znížil. Hlavným cieľom tohto opatrenia bolo v prostredí nulových základných úrokov vytvoriť úrokové vábidlo na to, aby boli banky ochotné absorbovať v prípade potreby dodatočnú likviditu poskytovanú Fedom. Úrok 0,25-percentný vyplácaný Fedom za zostatok na rezervnom účte komerčnej banky je aspoň nejakou motiváciou, prečo by banky mali likviditu vytváranú centrálnou bankou dopytovať napriek tomu, že už jej majú plné trezory. Vedľajším žiaducim efektom sú bezrizikové zisky z takého úroku, čo bankám pomáha zlepšovať ich finančnú situáciu.

Zamrznutá multiplikácia nemusí automaticky viesť k defláci, ktorá desí ekonómov. Neochota komerčných bánk stavať na rezervách úverovú pyramídu ešte



nespraví centrálnu banku impotentnou. Aj po kríze ostala možnosť obísť komerčné banky a peňažnú zásobu nafúknuť priamym nákupom finančných aktív od bankových subjektov. Táto možnosť uniká všetkým ekonómom, ktorí sa obávajú deflácie vzhľadom na prebiehajúcu úverovú kontrakciu. Takéto obavy nie sú na mieste. Žiadny iný statok nie je trh schopný absorbovať v takmer neobmedzenom množstve, ako je to v prípade peňazí. Ak vysypete na trh naraz obrovské množstvo jablák, ich cena rýchlo klesne na nulu, ľudia sa ich prejedia a stratia sa kupujúci. Ak sa pokúsíte do ekonomiky natlačiť naraz obrovské množstvo štátnych alebo súkromných dlhopisov, dopyt po nich rýchlo vymizne, čo sa prejaví vysokým úrokom, ktorým budete musieť presviedčať investorov, aby ich akceptovali. Pri peňazoch je to však inak. Áno, ich cena vyjadrená množstvom iných statkov, ktoré sa dajú kúpiť po tom, ako ich veľké množstvo zhodíte na ekonomiku, klesne, ale vytratenia dopytu sa obávať netreba. Naopak, vyššie ceny zvýšia transakčný dopyt po nich. Klesajúca kúpna sila peňazí núti ľudí snažiacich sa o udržanie konštantnej reálnej hodnoty svojho peňažného zostatku dopytovať ich stále viac. Preto sa aj počas weimarskej hyperinflácie centrálnym bankárom mohlo zdať, že existuje obrovský nedostatok peňazí, a ich nonstop bežiacie tlačiarne problém nielenže nespôsobujú, ale dokonca sa ho snažia riešiť. Jediným skutočným obmedzením centrálnej banky tvoriť infláciu je rozhodnutie centrálnych bankárov nepristúpiť k potrebným krokom. Že aj inflácia peňažnej zásoby priamym nákupom aktív funguje, dokázala americká skúsenosť s tretím kolom kvantitatívneho uvoľňovania. V rámci neho centrálna banka nenakupovala iba štátne dlhopisy od bánk, ale aj hypotekárne cenné papiere od bankových klientov. Pri predaji štátnych dlhopisov komerčnou bankou centrálnej banke dôjde k zmene formy aktív komerčnej banky – štátne dlhopisy sa zmenia na rezervy vo Fede a o tieto narastie aj monetárna báza, no peňažná zásoba sa nezmení. No v prípade nákupu hypotekárneho cenného papiera od klienta banky stúpne okrem rezerv tejto komerčnej banky v centrálnej banke aj stav bežného účtu klienta. Nenarastie tak iba monetárna báza, ale aj peňažná zásoba, čo znamená okamžitú infláciu. Fed tak úspešne nafukoval peňažnú zásobu bez toho, že by sa musel spoliehať na aktivitu komerčných bánk a ich rozhodnutie expandovať objem poskytnutých úverov.

Inflácia sa dá bez spolupráce komerčných bánk zabezpečiť aj inak. V klobúku centrálnych bánk je skrytých ešte množstvo ďalších monetárnych kúzel. Za novovytvorené peniaze môže centrálna banka napríklad nakupovať priamo akcie, komodity alebo zahraničné meny. Viaceré centrálné banky tak robia už dnes. Okrem toho možno rast peňažnej zásoby vybaviť aj poskytnutím priameho úveru vláde cez nákup jej dlhu, poskytovať úvery domácim firmám buď priamo alebo vytvorením štátneho fondu či potemkinovskej banky, ktorej dlhopisy centrálna banka nakúpi. Keby sa Fed rozhodol, tak môže napríklad nakupovať aj talianske dlhopisy. Predstavivosti sa v inflácii zlých peňazí medze nekladú. Jediným reálnym obmedzením je pri hlavných svetových menách zatiaľ veľmi vzdialená hrozba, že by sa

u zahraničných protistrán, ktoré nespádajú pod donútenie domácej štátnej autority, vytratila ochota akceptovať inflačnú menu v obchodnej výmene. Deflácia je preto v dnešnom finančnom systéme následkom rozhodnutia štátnych ekonómov, a nie nevyhnutným osudom a objektívnou hrozbou.

### Centrálne banky sa snažia riadiť ekonomiku podľa nesprávnych budíkov

Pokrízový vyspelý svet nešiel podľa japonského scenára. Vďaka kvantitatívne-mu uvoľňovaniu v USA a programom dlhodobých úverov komerčným bankám v eurozóne nerástla na rozdiel od Japonska iba monetárna báza, ale pomerne rýchlo aj samotná peňažná zásoba. V USA množstvo peňazí narástlo medzi koncom roka 2007 a 2014 o viac než polovicu.<sup>525</sup> To približne zodpovedá nárastu v období monetárnej stimulácie po prasknutí bubliny v akciách roku 2000 až po prasknutie bubliny v nehnuteľnostiach. Mali by sme preto pozorovať aspoň nejaký efekt vyššieho množstva peňazí na rastúcich cenách v ekonomike. No ekonómovia hlavného prúdu hovoria o nízkej cenovej inflácii, či dokonca naopak, mnohí sa obávajú poklesu cien. Vysvetlením nie je to, že sa medzičasom zmenili ekonomické zákony. Centrálni bankári len sledujú zlý cenový ukazovateľ. Podivná fixácia dnešných ekonómov na jeden výsek ekonomiky popisovaný hrubým domácim produktom pri posudzovaní cenovej inflácie je nedostatkom výskumu, ktorý vedie k vážnym chybám centrálnych bánk. Cenovú dynamiku v ekonomike nie je možné popísať jedným číslom, ktoré sa snaží zachytiť ročnú percentuálnu zmenu cien spotrebných statkov, ktoré Jozef Priemerný pravidelne nakupuje. Ak sa vážený priemer spotrebiteľských cien, prezentovaný ako index spotrebiteľských cien, využíva izolovane, môže byť extrémne zavádzajúci. Podobne, ako keby ste sa snažili zistiť rýchlosť auta len na základe stavu otáčkomera.

Nové peniaze nepôsobia iba v oblasti spotrebných statkov a investícií tvoriacich štatistický konštrukt s názvom hrubý domáci produkt. S novými peniazmi sa vykonávajú rôzne transakcie ako splácanie hypoték alebo spotrebiteľských úverov či platenie daní. Z nových peňazí sa nakupujú vstupy do výroby čiže medzispotreba, vylúčená z HDP. Nákup domu na sekundárnom trhu, jazdeného auta, štátneho alebo podnikového dlhopisu, akcií, zahraničných mien a iných reálnych či finančných aktív sú ďalšie transakcie a z nich vznikajúce ceny, ktoré centrálni bankári nepochopiteľne ignorujú. Nedostanú sa do skúmaného rastu indexu spotrebiteľských cien alebo deflátoru HDP, a preto neexistujú. Pritom tieto trhy reálnych či finančných aktív sú rádovo väčšie ako trhy konečných spotrebiteľských statkov a investičných statkov vstupujúcich do HDP. Napríklad trh amerických dlhopisov je taký veľký, že sa na ňom objem celoročného amerického HDP zobchoduje iba za 20 pracovných dní.<sup>526</sup> Pri obchodovaní so zahraničnými menami sa za jediný pracovný deň zob-

choduje dolárový ekvivalent takmer jednej tretiny celoročného amerického HDP.<sup>527</sup> Finančné aktíva a sekundárne trhy so statkami vytvárajú obrovský priestor pre strednodobé absorbovanie veľkej časti efektu rastúceho množstva peňazí na ceny v ekonomike. Ak cena alebo objem finančných aktív napríklad vo forme expanzie dlhu rastie rýchlejšie ako množstvo peňazí v obehu a počet transakcií s jednou peňažnou jednotkou, potom je možné, že ceny nových spotrebných statkov budú po inflácii peňažnej zásoby dokonca klesať. Naopak, v prípade hromadného zániku časti dlhopisov ich splatením alebo defaultom, či pri rýchlom poklese ich cien či cien iných aktív, môže dôjsť k rastu spotrebiteľských cien bez akejkoľvek zmeny v peňažnej zásobe alebo v počte transakcií s jednou peňažnou jednotkou v ekonomike.

### Greenspanova inflačná slepota

Nafukovanie objemu finančných aktív a rast ich cien tlmili efekt veľkej Greenspanovej peňažnej inflácie po prelome tisícročí na spotrebiteľské ceny. Z novovytvorených peňazí sa poskytovali hypotéky, nakupovali hypotekárne cenné papiere a rástli ceny domov. Tento sektor ekonomiky absorboval časť cenového inflačného potenciálu nových dolárov, ktorý sa do spotrebiteľských cien preniesol až po tom, keď prasknuté bubliny v cenách domov a ich následný pokles uvoľnili na tento sektor nadviazané peniaze. Aktíva predstavujú budúce spotrebné statky, sú teda poukážkou k budúcim tokom spotreby, ktoré nemožno ignorovať v snahe zistiť efekty novovytvorených peňazí na ceny. Ak Alan Greenspan vytvoril kopu nových dolárov, nestačilo sa iba pozrieť na zmenu cien nájomného o rok neskôr, ktoré vstupuje do inflačných indexov. Správne sa mala sledovať aj zmena cien domov, ktoré by mali predstavovať čistú súčasnú hodnotu celého budúceho nájomného nehnuteľnosti. K podceneniu skutočnej cenovej inflácie vyvolanej monetárnou politikou centrálnymi bankármi prispieva aj prípadný rýchly rast produktivity v domácej alebo svetovej ekonomike. Dovozy lacných spotrebiteľských statkov zo zahraničia hral svoju úlohu v popletení inflačných expertov aj pred krízou. Zapojenie stoviek miliónov ázijských pracovníkov do produkcie statkov pre svetové trhy viedlo k zvýšeniu svetovej produktivity a k výraznému zlacneniu. Lacné handry, hračky a cesnak z Číny si centrálni bankári pomýlili s efektmi monetárnej politiky. Prejav Alana Greenspana z leta roku 2003 ukazuje, ako mimo boli centrálni bankári vďaka nezmyselnej koncentrácii na spotrebiteľské ceny. Počas nafukovania jednej z najväčších bublín v histórii sa dokonca obával cenovej deflácie: *„Čelíme novým výzvam v udržaní cenovej stability, konkrétne predísť tomu, aby sa inflácia neprepadla príliš nízko.”*<sup>528</sup>

To, že pri posudzovaní cenovej inflácie by sa nemalo zabúdať na ceny aktív, nie je nová, ale skôr zabudnutá myšlienka. Pôvodná Fisherova rovnica výmeny nepočítala s národným produktom alebo národným príjmom, ale so všetkými fi-



nančnými transakciami v ekonomike vrátane nákupov používaných statkov.<sup>529</sup> Až s príchodom konceptu národných účtov a zrodu HDP sa ekonómovia zamerali na tento výsek ekonomiky. Pravdepodobne preto, lebo sa to dá ľahšie a presnejšie počítat. Takzvanú „chicagskú“ verziu rovnice zmenili na „cambridgeskú“, kde príjem nahradil transakcie.<sup>530</sup> Vtedy bolo nepredstaviteľné aspoň približne odhadovať všetky transakcie v ekonomike. Makroekonómovia preto zvolili ľahšiu cestu. Na dôsledky tejto voľby centrálni bankári neustále doplácajú. Po prasknutí bubliny sa vyhovávajú na nízku cenovú infláciu pred krízou, ktorá údajne znemožnila krízu predvídať. Pripomínajú tak vodiča, ktorý by sa po zapríčinení nehody v dedine pri rýchlosti 130 km/h vyhováral na nízke otáčky motora. Nízky rast spotrebiteľských cien nepoplietol iba Alana Greenspana, ktorý ignorujúc rast cien vo aktívach nafúkol bublinu v amerických nehnuteľnostiach. Relatívne stabilné, iba pomaly rastúce spotrebiteľské ceny centrálni bankári mylne interpretovali ako empirický dôkaz správne nastavenej monetárnej politiky aj pred vypuknutím Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch. Za sedem rokov pred panikou na americkom akciovom trhu narástli ceny tamojších akcií o vyše 500%,<sup>531</sup> no ekonómovia vďaka stabilným spotrebiteľským cenám efekty monetárnej inflácie podceňovali.

### Ceny akcií po kríze narástli na trojnásobok a ekonómovia nevidia cenovú infláciu

Kto by bojoval proti rastu cien aktív. Ilúzia bohatnutia majiteľov akcií a rastúce dane za kapitálových výnosov tešia politikov, finančný sektor na rastúcich trhoch zarába. Niet preto divu, že ceny aktív sa centrálné banky zdráhajú zaradiť späť do sledovania cenovej inflácie v ekonomike či, nebodaj, proti takémuto vývoju aktívne bojovať. Výsledkom sú pravidelné bubliny. Selektívne vnímanie cien v centrálnych bankách prežilo aj poslednú krízu. Nízky rast spotrebiteľských cien viedol ekonómov k presvedčeniu, že cenová inflácia je prinízka. Kto chce, ten však efekty neštandardnými opatreniami nafúknutej peňažnej zásoby videl v cenách aktív. Nové peniaze v obehu zastavili prepád cien amerických nehnuteľností po prasknutí bubliny, a zároveň podporili ceny štátnych a podnikových dlhopisov. Ceny amerických akcií s pomocou troch programov kvantitatívneho uvoľňovania po dosiahnutí dna na jar 2009 narástli do konca roku 2014 o 200%.<sup>532</sup>

Pokrízovej cenovej inflácii vo finančných aktívach okrem samotného rastu peňazí v obehu pomáhala aj spomínaná existencia nadbytočných rezerv v systéme. Americké komerčné banky ich držali v roku 2014 po troch kolách kvantitatívneho uvoľňovania viac než 2 500 miliárd dolárov. Zvyšujú sebavedomie a špekulatívny apetít samotných bánk, ktoré ich môžu využívať ako zábezpeku pri zadlžovaní. Napriek tomu, že netvoria peňažnú zásobu, na ceny pôsobia nepriamo. Vytvárajú inflačný potenciál. Multiplikáciou úverovaním by z nich banky mohli v bu-

dúcnosti vytvoriť veľké množstvo nových peňazí bez toho, že by museli čakať na akýkoľvek ďalší krok centrálnej banky. Vďaka obrovskému rezervoáru rezervných peňazí, vytvorených centrálnymi bankami v neštandardných opatreniach po kríze, sa tak ocitlo rozhodnutie o ďalšej inflácii z veľkej miery v ich vlastných rukách. Nadbytočné rezervy sú suchou slamou, na ktorej môže pri neopatrnom zachádzaní s monetárnou politikou vzplanúť multiplikačný oheň s prekvapivými inflačnými následkami. To ovplyvňovalo inflačné očakávania, a tým nepriamo aj vtedajšie ceny. Ide o podobný efekt, ako keby v čase zlatých peňazí niekto objavil výnosnú zlatú žilu naznačujúcu potenciálne gigantické nálezisko zlata.

Či inflačný oheň nakoniec na rezervách vzplanie alebo nie, závisí od viacerých premenných. Kľúčovým je stav komerčných bánk a to, do akej miery sa cítia byť ohrozené behom zo strany iných finančných inštitúcií. Ďalším je nálada v ekonomike a ochota podnikov brať si nové úvery a investovať. Centrálnym bankám zostal v rukách hasiaci prístroj v podobe platenia úroku na nadbytočných rezervách, ktorým určujú minimálny požadovaný úrok pri úverovaní komerčnými bankami. Ak bude centrálna banka na rezervách platiť úrok porovnateľný s investičnými alternatívami napríklad v podobe krátkych štátnych dlhopisov, tak ani veľký objem existujúcich rezerv nemusí viesť k proporčne veľkej inflácii. Multiplikácia bude aj naďalej tlmená snahou komerčných bánk rezervy, a tým aj bezrizikový úrokový výnos získať. Tento dopyt bude chrániť kúpnu silu rezerv, a tým aj peňazí pred poklesom. Centrálnym bankám navyše ostala kontrola nad tým, koľko rezerv v systéme existuje. Samotný súkromný bankový sektor ako celok celkový objem rezerv ovplyvniť nemôže. Ak sa ich zbaví jedna banka, inej musia pribudnúť. Nejde to ani úverovaním. Pri ňom akurát dochádza k zmene klasifikácie rezerv z nadbytočných na povinné. Celkový objem rezerv v systéme môže znížiť len centrálna banka, ktorá má možnosť spätne ich stiahnuť predajmi aktív. Ak sa rezervy vrátia na súvahu centrálnej banky, automaticky zanikajú. Otázkou však zostáva, či bude existovať ochota tento hasiaci prístroj použiť a zvyšovaním úrokov v ekonomike predajom štátnych dlhopisov významne sťažovať financovanie chodu zadlženého štátu.

## **Z nominálneho HDP sa nenajeme**

Techniku moderných centrálnych bánk spočívajúcu v cieľovaní medziročné-  
ho rastu spotrebiteľských cien v okolí 2%, ktorá nahradila cielenie úrokov či rastu  
konkrétnych peňažných agregátov, nekritizujú iba rakúski ekonómovia. Za krízu  
môže centrálna banka aj podľa trhových monetaristov. No inak. Pomýlená fixácia  
na cenovú infláciu naviedla Fed na príliš reštriktívnu monetárnu politiku, ktorá  
zapríčinila krízu. Bublina nebola. Pokles cien domov a následná hrozba rozvratu  
finančného systému boli výsledkom neochoty Fedu vytvoriť v systéme dostatok  
peňazí po šoku v agregátnom dopyte a nie predchádzajúcej stimulácie ekonomiky

novými peniazmi. Centrálné banky by mali preto namiesto spotrebiteľskej inflácie cieľiť celkový príjem v ekonomike, ktorý je lepším ukazovateľom toho, ako sa darí agregátnemu dopytu.

Trhový monetarizmus a jeho návrh cieľiť nominálny hrubý domáci produkt je pokrízovým hitom<sup>533</sup> medzi alternatívnymi monetárnymi politikami. Ako tušíť z názvu, má korene v monetarizme Milтона Friedmana. Fixáciou na agregátny dopyt ho možno považovať za ďalšiu keynesiánsku vetvu. Kľúčovým ukazovateľom pre ekonomiku a množstvo investícií v nej je celkový príjem ľudí, ktorí ju tvoria. Príjem sa skladá z miezd a ziskov, čo za daný rok zodpovedá HDP. Manažovanie rastu príjmu spoločnosti centrálnou bankou by odstránilo veľké výkyvy v ekonomickej aktivite a v zamestnanosti v dôsledku dopytového šoku. Sledovanie príjmu a nie zmeny cien konečných statkov zamedzí príliš expanzívnej monetárnej politike v čase nízkej cenovej inflácie vyvolenej lacnými importovanými hračkami z Číny. Na druhej strane umožní odvážnejšie vytváranie nových zlých peňazí aj v časoch zrýchlenej cenovej inflácie v prípade poklesu agregátneho príjmu, ako tomu bolo v roku 2008. Vtedy strach centrálnych bankárov z rastu cien nad 5% viedol k prílišnej opatrnosti pri obsluhu tlačiarenských strojov, čo zhoršilo prepád agregátneho dopytu. Nedostatok nových zlých peňazí viedol k problémom s rigidnými cenami, ktoré sa nestihli prispôsobiť poklesu celkového nominálneho HDP.

Trhoví monetaristi by v monetárnej politike vo väčšej miere využívali prácu s očakávaniami trhových hráčov. Snahy po kríze nafúknuť ekonomiku novými peniazmi zlyhávali aj preto, lebo trhy nedôverovali centrálnym bankám, že do toho skutočne dlhodobo pôjdu. Že po krátkom čase nové peniaze nestiahnu z obehu. Dôveryhodný, explicitný záväzok v podobe konkrétneho dlhodobého inflačného cieľa, ktorý by bol stanovený ako pevné automatické pravidlo, by motivovalo banky a podniky využiť ladom ležiacu kopu nadbytočných rezerv vytvorených centrálnou bankou. Ak ekonomickí aktéri nemajú istotu, čo spraví centrálna banka o rok, o dva, potom hrozba opätovného, nečakaného sprísnenia monetárnej politiky a zničenia časti nových peňazí vedie k zbytočnému ostychu v použití nových peňazí. Nik nemôže presne vedieť, keď sledovaná spotrebiteľská inflácia prekročí cieľ a centrálna banka zasiahne predtým, než na investovanie nových peňazí stihnú zarobiť.

Samotná pokrízová monetárna politika trhových monetaristov by spočívala v tom, že by si centrálna banka na základe pohľadu do histórie alebo arbitrárne vybrala rast hrubého domáceho produktu neupraveného o infláciu a ten by vyhlásila za svoj cieľ. Buď v podobe percentuálneho rastu zodpovedajúcemu historickému trendu alebo dokonca konkrétnej nominálnej úrovne HDP v miliardách dolárov.<sup>534</sup> Teda aspoň do obdobia, kým ekonomika v celkovom nominálnom HDP dobehne krízou zameškané a vráti sa na svoju dlhodobú trajektóriu natiahnutú do budúcnosti. Po návrate by mal cieľ podobu medziročného rastu, ktorý by zodpovedal pokračovaniu tejto trajektórie. Realizácia sľubu udržať nominálne HDP by mala podobu vytvárania nových peňazí a nakupovania rôznych aktív<sup>535</sup> centrálnou bankou



dovtedy, kým sa cieľ nedosiahne. Či sa to ekonomike páči alebo nie, aj za cenu vysokej cenovej inflácie. Takýto jasný cieľ a nespochybniteľné odhodlanie centrálnej banky ho dodržiavať, by vyvolal inflačné očakávania trvalejšieho charakteru ako v prípade chaotických krokov centrálnej banky na základe ťažko predvídateľných cenových indexov, čo by malo pomôcť spotrebe. Ekonomika by sa ľahšie dostala z pasce likvidity, kde nulový nominálny úrok, ktorý je zároveň pozitívnym reálnym úrokom, oslabuje agregátny dopyt. Vyriešil by sa problém rigidných miezd či iných lepkavých cien v ekonomike. Dlhy by prestali byť pri stabilne rastúcich príjmoch problémom. Obava zo straty kúpnej sily peňazí by motivovala ľudí viac nakupovať a míňať, čo nakopne v ekonomike zdravý rast a zvýšenie zamestnanosti. Teda minimálne v tejto makroekonomickej teórii.

### Rovnica výmeny

Hlavným pilierom tohto prístupu je hypotéza o kvantitatívnej teórii peňazí, ktorá je stará ako ekonómia samotná. Začiatkom 19. storočia ju spopularizoval najmä americký ekonóm Irving Fisher jej zachytením v rovnici výmeny  $MV=PT$ ,<sup>536 537</sup> kde M je množstvo peňazí, V rýchlosť ich obehu v ekonomike, P všeobecná cenová hladina a T počet všetkých transakcií v ekonomike. Rovnica zachytáva proporcionality medzi cenami v ekonomike a množstvom peňazí.

Vychádzajúc z tejto jednoduchej identity, tautológie, ktorá v podstate hovorí len to, že výdavky sa rovnajú príjmom, sa pozornosť makroekonómov presadzujúcich stabilizáciu konštantného rastu nominálneho HDP sústreďuje na zmeny na ľavej strane rovnice. Tá predstavuje dopyt po peniazoch, ktorý sa mení napríklad vzhľadom na zmeny v očakávaniach, meniace sa preferencie, používanie rýchlejšieho zúčtovania, likviditu iných aktív, alternatívne náklady držania peňazí alebo ekonomickú situáciu. Ak napríklad rastie neistota o budúcnosti, vzrastie úžitok z držania peňazí. Hotovosť alebo disponibilný zostatok na účte predstavuje účinnú obranu proti nepredpokladaným výdavkom alebo možnosť nákupu lacných aktív v prípade výpredajov v čase neistoty.<sup>538</sup> Ľudia sa snažia peniaze hromadiť, menej míňajú. Tento rastúci dopyt po peniazoch sa pri stabilnej peňažnej zásobe prejaví poklesom počtu transakcií s jednou peňažnou jednotkou.

Druhou stranou mince, v tomto prípade druhou stranou rovnice, je rastúca kúpna sila jednej peňažnej jednotky, a teda pokles cien v ekonomike. Zvýšený dopyt po peniazoch znižuje ceny ostatných komodít. No ceny nie sú dokonale flexibilné, mnohé sú strnulé, k ich poklesu dôjde s časovým odstupom. Ak má byť identita identitou, kým ceny nakoniec skutočne klesnú, musí dôjsť k poklesu T, čiže množstva transakcií v ekonomike. To sa prejaví ako recesia. Makroekonóm, ktorý diagnostikoval chorobu strnulých cien, má okamžite poruke aj liek. Pokles počtu transakcií s jednou peňažnou jednotkou, čiže šok zvýšeného dopytu po peniazoch

prejavujúci sa klesajúcim  $V$ , treba kompenzovať vytváraním nových peňazí centrálnou bankou. Čiže proporcionálnym rastom  $M$  tak, aby sme zabránili poklesu  $T$ . Vďaka odborníkom v centrálnej banke sa ekonomika sa počas úpravy cien nedostane do recesie. A najlepším spôsobom, ako týmto výkyvom dopredu predchádzať, má byť práve cielenie budúceho rastu NHDP.

### Veď aj Hayek to vravel

*„Keby som mal zodpovednosť za monetárnu politiku krajiny, určite by som sa snažil predísť hroziacej deflácií, teda absolútnemu poklesu toku príjmov, všetkými vhodnými prostriedkami, pričom by som tento môj zámer dal na známosť. Už len tieto kroky by pravdepodobne postačovali na zamedzenie toho, aby recesia zdegenerovala do dlhotrvajúcej depresie.“*

~ F. A. Hayek, *Full Employment at any Price?*, 1975<sup>539</sup>

K cieleniu nominálneho HDP sa pomerne prekvapivo po kríze prikláňali aj ekonómovia, ktorí dovtedy príliš láskou ku keynesiánskemu pohľadu na svet neoplývali. Dokonca aj Friedrich Hayek, jeden z populárnych novodobých predstaviteľov rakúskej ekonomickej školy, tento postup v prípade krízy kedysi obhajoval. Poprel tým časť svojej dovtedajšej práce na misesovských hospodárskych cykloch, keď úlohu monetárnej politiky sám drasticky redukoval. Najprv tvrdil, že na to, aby bola neutrálna k hospodárskym fluktuáciám a nespôsobovala deformáciu agregátnej produkčnej štruktúry, *„by mala byť ponuka peňazí nemenná“*.<sup>540</sup> Pri neskoršej obhajobe aktívnej monetárnej politiky s použitím „všetkých vhodných prostriedkov“ už však negatívne reálne efekty inflácie a nemožnosť efektívneho centrálneho riadenia ignoroval. S realizovaním politiky navrhovanej trhovými monetaristami sa spája viacero zaujímavých problémov. Robiť monetárnu politiku podľa 18 mesiacov starých údajov o HDP, ktoré navyše podliehajú neustálym a často výrazným revíziám, nemusí byť jednoduché. Zásadnejší charakter majú však teoretické výhrady. Stabilizácia NHDP nie je to isté ako stabilizácia celkových nominálnych výdavkov. Napriek centrálnej úlohe HDP v živote nejedného makroekonóma a posadnutosti modernej hospodárskej politiky práve týmto teoretickým konceptom, je HDP iba podmnožinou celkového objemu transakcií v ekonomike. Zachytáva spotrebu a investície, pričom ignoruje nákup bytu na sekundárnom trhu, vreckové deťom, predaj akcií, splácanie úverov alebo dane. Množstvo a objem transakcií na dlhopisových, menových či akciových trhoch pritom zatieňujú veľkosť obchodov s investičnými a spotrebnými statkami zachytenými HDP. Okrem toho štatistickým konceptom HDP ignorovaná medzispotreba tvorí až 2/3 celkového dopytu po statkoch a službách v ekonomike a má teda zásadný vplyv na ceny a skutočný celkový produkt ekonomiky. Sústrediť sa na zlomok finančných transakcií v ekonomike v podobe agregátnych

príjmov a ignorovať zvyšnú väčšinu iba z dôvodu ich ťažkej merateľnosti, je podivné. Môže sa potom stať, že v snahe o kompenzáciu zvýšeného dopytu po peniazoch novovytvorené peniaze potečú do oblastí mimo zorného poľa centrálnej banky.

Nové zlé peniaze potom môžu spôsobiť rýchly rast finančných aktív napriek stabilnému rastu NHDP. Roky monetárnej stimulácie Alana Greenspana, v ktorých zlé peniaze nafúkli bublinu v nehnuteľnostiach napriek stabilne rastúcemu nominálnemu HDP, sú toho dobrým nedávnym príkladom. Kým sa efekty vyšších cien finančných aktív či iných kapitálových statkov premietnu do vyššieho HDP, môže trvať mesiace, či dokonca roky, pričom aj rast cien konečných spotrebných statkov môže byť strednodobo iný ako rast cien v reálnych aktívach. Na nezmyselnosť naivného očakávania automatickej proporcionality zmeny cien k zmene množstva peňazí, na základe rovnice výmeny v krátkodobom horizonte, poukázal už začiatkom 20. storočia Hayekov učiteľ Ludwig von Mises.<sup>541</sup> Ignorovanie väčšiny finančných transakcií sledovaním čistého príjmu v podobe nominálneho HDP, tak môže viesť k agresívne inflačnej politike centrálnej banky napriek existencii bublín vo finančných aktívach.

### **Strachom šíreným centrálnou bankou k rastúcemu nominálnemu HDP**

Na ilustrovanie ďalších problémov prístupu cielenia nominálneho HDP je potrebné zísť späť na mikroekonomickú úroveň, kde je ešte zrejmá kauzalita a nie sme odkázaní len na tápanie v ekonomicko-historických koreláciách. Ani pri snahe o stabilizáciu nominálneho príjmu nemajú centrálné banky možnosť nové peniaze zhodiť na ekonomiku rovnomerne. Táto inflačná politika preto so sebou automaticky prináša všetky popísané negatíva inflácie. Peniaze na stabilizáciu agregátneho dopytu musia niekde vstúpiť do obehu. Centrálna banka sa tak snaží Janov dopytový šok liečiť tým, že vytvorí nové peniaze a dá ich finančníkovi Ferovi. Ten za ne môže napríklad špekulovať na trhu s ropou. Nie je nik, kto by nové peniaze minul podľa spotrebného koša alebo váh deflátoru HDP v snahe o ich distribúciu podľa vzorca reprezentujúceho ekonomiku.<sup>542</sup> Nutne dochádza k deformácii reálnych výdavkov, relatívnych cien a zmene produkčnej štruktúry v ekonomike. Tak ako falšovateľ vyvolá reálne zmeny v ekonomike smerujúce k uspokojeniu jeho spotrebného koša, banky, ktoré injekciu nových peňazí posunú svojim podnikateľom, vyvolajú posun smerom k nimi nakupovaným statkom a produkčným faktorom. Systémom prebehne vlna zmien relatívnych cien, ktorá vyvolá potrebu úpravy v rôznych sektoroch. Najviac citlivé na nové peniaze budú kapitálové statky na úkor spotreby. Nové peniaze tak nebudú mať rovnomerný vplyv na ekonomiku a vyvolajú nové mylné investície, sektorové šoky, chyby a plytvanie.

Tu napísané neznamená, že tlačením peňazí nie je možné zvýšiť nominálny HDP, a preto táto politika zlyhá podľa svojich štandardov úspechu. Je to len otázka



úsilia a zvolených nástrojov. Ak ľudí dostatočne vystrašíte nezodpovedným správaním centrálnej banky, ktorá tlačí bankovky a rozdáva ich bohatým, až kým peniaze stratia veľa zo svojej peňažnej užitočnosti, ľudia sa ich začnú zbavovať vo väčšej miere, a dokonca môže dôjsť k poklesu ich dopytovaného reálneho peňažného zostatku. Časť budúcej spotreby ľudia zo strachu z rýchlo rastúcich cien presunú do súčasnosti – nové auto kúpia radšej dnes ako o dva roky. Stratu časti peňažnej funkcie peňazí vzhľadom na degradáciu ich kvality budú hľadať inde. Napríklad v akciách, dlhopisoch, zlate alebo v iných vysoko likvidných aktívach. Zlé peniaze tak budú lacnieť, čo sa prejaví aj tým, že ceny, a teda aj nominálne HDP budú rásť. Útek ľudí z peňazí môže produkovať HDP, no pochybnej kvality. Napriek rastúcemu nominálnemu HDP sa ľudia môžu mať horšie. Defenzívne, inflácii sa brániace mňhanie nie je ekvivalentom efektívnej dobrovoľnej spotreby a investícií. Presun peňazí vystrašených infláciou predstavuje zbytočný úkryt kúpnej sily do alternatívnych statkov a vykrádanie budúcej spotreby.

Nejde len o suchú teóriu, ale vyskúšanú prax. Že stabilne rastúci nominálny produkt nemôže byť cieľom hodným nasledovania, ilustrujú obdobia stagflácie. Cieľ nominálneho rastu HDP napríklad 5,5% ročne sa dá dosiahnuť rôznymi spôsobmi. Napríklad reálnym rastom HDP o 3,5% a cenovou infláciou 2% ročne. No rovnako dobre sa tento cieľ dá dosiahnuť aj ekonomickou depresiou spočívajúcej v prepade ekonomiky o 10% v kombinácii s 15,5% medziročným rastom cien. Napriek tomu, že reálna ekonomika stagnovala, či dokonca klesala, nominálny HDP v USA rástol vďaka tučnej inflácii v rokoch 1974 a 1975 takmer dvojciferným tempom ročne. V roku 1980 nominálny HDP narástol o 9,6% napriek tomu, že reálny HDP zostal na úrovni predchádzajúceho roka. V roku 1982 to bolo +3,8% vs. -1,4%.

### Nie je jedno, či sú rybky ešte nažive

*„Samozrejme, slabinou môjho argumentu je fakt, že nemám žiadne racionálne vysvetlenie pre bublinu v nehnuteľnostiach. Diskutoval som o zlej regulácii, hustejšom zónovaní, vysokej hispánskej imigrácii do štyroch štátov s najväčším podielom nízko-býtných hypoték, no v skutočnosti si nemyslím, že ide o adekvátne vysvetlenia. Je to pre mňa záhadou.“*

~ Scott Sumner, ekonóm, známy trhový monetarista<sup>543</sup>

Najmä novokeynesiánski zástancovia trhového monetarizmu sú v schizofrenickej pozícii. Nevedia, čo spôsobilo bublinu v nehnuteľnostiach, jej následné prasknutie a paniku vo finančnom systéme, a pripúšťajú, že chorobu nevedia presne diagnostikovať. No zároveň sú skalopevne presvedčení o správnosti svojej liečby. Plánovači nominálneho HDP považujú predkrízový vývoj za zdravý a udržateľný. Mohol pokračovať naveky v prípade, že by pomýlené centrálné banky po príchode

krízy nesledovali spotrebiteľskú infláciu, ale domáci príjem v podobe HDP. Požadujú preto dobehnutie HDP z čias neudržateľného, dlhom financovaného predkrízového života nad pomery. Popierajú existenciu štrukturálnych nerovnováh a mylných investícií. Ozdravný likvidačný proces, ktorý ekonomiku vracia opäť na jej prirodzenú produkčnú schopnosť, považujú za zlyhanie monopolného producenta peňazí. Z makronadhládu trhových monetaristov je ekonomické akvárium už spomínanou rybacou polievkou, a preto nie sú schopní rozlišovať, čo pomáha a čo naopak rybičkám škodí.

V pokrízovom čase, keď bolo nominálne HDP v USA výrazne nad predkrízovou úrovňou,<sup>544</sup> bolo vysvetľovanie zvýšenej nezamestnanosti rigidnými cenami a mzdami či apel na ciele razantného rastu nominálneho rastu HDP, nepochopiteľné. Sedem rokov inflácie bol dostatočný čas na to, aby sa aj rigidné mzdy dostali tam, kam patria. Stanovenie nominálneho rastu ekonomike je nežiaducou intervenciou do zložitej, komplexnej, dynamickej spleti jemných ekonomických vzťahov, ktorá vyvoláva dislokáciu a prerozdelenie kapitálu. Pravdou je, že nikto (ani ekonómovia) presne nevie, aká je úroveň udržateľného reálneho ekonomického rastu v danej krajine v konkrétnom roku. Nevieme preto, koľko škodlivej inflácie bude musieť centrálna banka vyrobiť, aby dosiahla ciele v nominálnej päťročnici. Ignorovanie kvality vyprodukovaného nominálneho HDP monetárnou politikou je rovnakou chybou, akou je ignorovanie zdroja kalórií pri cieľovaní ich skonzumovaného denného počtu. Kilogram práškoveho cukru síce naplní denný kalorický príjem človeka, no neskôr aj tak zomrie na podvýživu, keďže nebude mať dosť proteínov, tukov, vitamínov a iných živín, na ktorých zabezpečenie je nutná pestrá strava. Nominálny HDP nie je homogénna malta, z ktorej sa stavia dom ekonomického blahobytu. Hospodársky rast je výsledkom biliónov správnych investičných rozhodnutí, spravených na základe rozdielu relatívnych cien, ktoré zlé peniaze a inflačné makroekonomické politiky neustále narúšajú.





Štvrtý diel

# Eurokríza

— Prípadová štúdia  
zlých peňazí



## Ako sa rodí mena

### Na začiatku bol had

Nápad zaviesť menovú úniu v novodobej Európe možno vystopovať v dokumentoch až do roku 1970. Vtedy bola zverejnená Wernerova správa,<sup>545</sup> ktorá počítala s vytvorením ekonomickej a menovej únie do 10 rokov. Správa okrem spoločnej meny predpokladala aj založenie Centra pre rozhodnutia v hospodárskej politike, ktoré malo mať zásadný vplyv na zmeny vo veľkosti a nastavení verejných rozpočtov, vo veľkosti verejných deficitov a spôsobe ich financovania.<sup>546</sup> Nasledoval rozpad breton-woodskeho menového systému a obdobie menovej nestability, ktoré tieto plány narušilo. V roku 1972 bol v snahe obmedziť fluktuácie krížových kurzov európskych krajín zavedený takzvaný „had v tuneli“. Ten určoval pásma, v rámci ktorých mali kurzy európskych mien voči sebe fluktuovať. Nové usporiadanie bolo príliš obmedzujúce pre južanské krajiny (Francúzsko, Španielsko, Taliansko), ktoré vo väčšej miere pomáhali financovať verejné výdavky cez novovytvorené zlé peniaze. Z neho vyplývajúca koordinácia produkcie peňazí znamenala, že tempo inflácie určuje pre všetky zúčastnené krajiny tá, ktorá tlačí najmenej. Od politického tlaku izolovanejšia, monetárne zodpovednejšia nemecká centrálna banka – Bundesbank uchovávala kúpnu silu nemeckej marky takmer vzorovo. Relatívna sila marky preto viackrát prinútila krajiny zneužívajúce a oslabujúce svoje meny ponížujúco tunel opustiť. Had v tuneli tak zviditeľňoval fiškálnu nezodpovednosť vlád. Do roku 1977 v systéme zostali už len Nemecko a krajiny takzvanej nemeckej zóny, ktorých monetárnu politiku tak Nemecko nepriamo určovalo – Belgicko, Holandsko, Dánsko a Luxembursko.

V roku 1979 hada v Európe nahradil ďalší pokus o menovú integráciu – Európsky monetárny systém (EMS). Menová stabilita sa mala dosiahnuť kombináciou ukotvenia menových systémov na nemeckú marku, snahou o zníženie inflácie v niektorých krajinách a uvoľnením kontrol pohybu kapitálu v Európe. Zároveň vznikla virtuálna európska menová jednotka – European Currency Unit (ECU), ktorá slúžila ako zúčtovacia jednotka medzi centrálnymi bankami, v rámci EMS systému a bola rezervným aktívom.

### Nemecká atómová zbraň

Na rozdiel od dnešného eurosystému, ktorý prišiel so vznikom eura, Európsky monetárny systém ešte umožňoval devalvácie. Znehodnotenie meny štátu, ktorý to preháňal s infláciou. Tón v tejto menovej únii udával švajčiarsky frank a rytmus opäť nemecká Bundesbank. Jej produkt – nemecká marka – bol etaló-



nom stability a spoľahlivosti meny. Preto bola marka kotvou celého usporiadania. V prostredí nekvalitných mien fiškálne nezodpovedných krajín sa však kvalita a stabilita meny stane tŕňom v oku. Sila nemeckej marky odhaľovala neschopnosť politikov v iných krajinách. Pravidelné nútené devalvácie predstavovali záuhatá domácim politikom v postihnutých krajinách. Marka v EMS sťažovala rýchlu, skrytú infláciu ostatných mien v Európe. Nemecké otáľanie s používaním zlých peňazí na fiškálne ciele nie je novým, pokrízovým fenoménom. „Európsky menový systém je nemeckou zónou,“ povzdychol si v marci 1989 vtedajší francúzsky prezident Francois Mitterrand.<sup>547</sup> Ak porovnáme vývoj francúzskej a nemeckej meny, je zrejmé prečo. Medzi rokmi 1973 až 1989 stratil francúzsky frank oproti nemeckej marke viac než polovicu svojej hodnoty. Nahlas pomenoval vnímanie marky vo Francúzsku Mitterandov poradca pre zahraničnopolitické záležitosti Jacques Attali. V roku 1988 pri rokovaní o fungovaní bezpečnostnej rady a pravidlách prípadného použitia francúzskych jadrových zbraní na nemeckom území, nemeckým predstaviteľom navrhol: „V záujme zachovania rovnováhy by sme sa radi porozprávali o nemeckej atómovej bombe.“ „Veď predsa dobre viete, že nevlastníme žiadnu atómovú bombu,“ prekvapene namietli nemeckí predstavitelia. „Mám na mysli nemeckú marku,“ spresnil Attali.<sup>548</sup> Poprední francúzski predstavitelia považovali nemeckú marku za reálnu hrozbu, za niečo, čo skutočne ohrozuje ich záujmy. Marka podľa nich kompenzovala hendikep zahraničnopolitickej bezmocnosti Nemecka, spočívajúci v zákaze držania jadrových zbraní. Samotný Mitterrand to nahlas v prítomnosti Nemcov nikdy nepovedal, no v diskusii s francúzskou vládou si servítky pred ústa nekládol: „Nemecká marka je v určitom zmysle ich atómovou hrozbou.“ „Nemecko znovunadobudlo svoju ekonomickú moc, no odmieta sa o ňu podeliť,“ poťažoval sa rakúskemu kancelárovi v roku 1988.<sup>549</sup> Túto situáciu bolo treba riešiť. Udalosti smerujúce k „odzbrojeniu“ Nemecka nabrali rýchly spád. V júni 1988 Európska rada zostavila výbor na preskúmanie možnosti ekonomickej a menovej únie. Viedol ho vtedajší prezident Európskej komisie, francúzsky ekonóm a politik Jacques Delors. Správa výboru zverejnená v roku 1989<sup>550</sup> navrhovala zavedenie menovej a ekonomickej únie v troch krokoch. Pre vznik eura bol však kľúčovým až 4. január 1990. Vtedy dal nemecký kancelár Helmut Kohl francúzskemu prezidentovi Mitterandovi na súkromnej návšteve v jeho biarritzskej vile „jasný a vierohodný sľub“, že podporí ďalší postup európskej integrácie, najmä zavedenie spoločnej meny a vytvorenie Európskej centrálnej banky.<sup>551</sup>

### Zbabraná nemecká taktika

Kohl súhlasil s eurom ignorujúc odpor nemeckej verejnosti či samotnej Bundesbank. Vnímal to ako obchod. Ostatné európske štáty sa obávali budúceho zvýšenia politického vplyvu už aj tak ekonomicky mocného západného Nemecka

jeho zjednotením s východnou časťou.<sup>52 53</sup> Na realizáciu sna o zjednotení však Nemci potrebovali súhlasné stanovisko Francúzska. Kohl a jeho vláda sa zrejme obávali, že ak nebudú ústretoví k francúzskym požiadavkám, Francúzsko príde s obštrukciami. Historický mílnik zjednocovania Nemecka sa tak mohol odsunúť mimo Kohlovo vládnutie a v análoch by pri tomto politickom Olympe skončilo meno iného nemeckého politika. Odpor nemeckej laickej a odbornej verejnosti pri vzniku eura sa podarilo prekonať šikovnou stratégiou úskokom. Nemci na dôležitých miestach podcenili rýchlosť procesu vzniku eura a odhodlanie Francúzska v tejto otázke. Vtedajším predsedom Bundesbank bol Karl Otto Pöhl, ktorý sa preslávil už spomenutým zvládnutím cenovej inflácie počas ropnej krízy. Tá väčšine ostatných centrálnych bánk vyspelého sveta a najmä americkému Fedu prerástla cez hlavu. Pöhl mylne veril, že rokovania o tom, ako má menová únia a jej Európska centrálna banka (ECB) vyzeráť, potrvajú desaťročia. To, že Francúzi tak rýchlo akceptovali nemecký návrh, aby ECB fungovala podľa vzoru Bundesbank, ho šokovalo. V návrhu bol presný opak toho, ako centrálnu banku používal francúzsky štát. Pomýlil sa aj v presvedčení, že euro nakoniec vôbec nevznikne.<sup>54</sup> Chýbala predsa vôľa nastoliť užšiu politickú integráciu, potrebnú na menovú úniu vyžadujúcu koordináciu fiškálnej a monetárnej politiky. *„Nie sme proti tomu, aby niekedy v budúcnosti vznikla spoločná európska mena a centrálna banka,”* povedal koncom roku 1990 v priestoroch frankfurtskej burzy popredným predstaviteľom nemeckého finančného sektora. Bol vtedy ešte stále presvedčený, že euro je len ďalším veľmi vzdialeným, nerealistickým európskym snom. *„V tomto procese by sme mohli veľa stratiť. Pre Spolkovú republiku by to znamenalo obetovanie nemeckej marky na európskom oltári. Vieme, čo máme. Čo by sme získali, netušíme.”* Pöhl neskôr verejne podporil britskú premiérku Margaret Thatcher, ktorá euro otvorene odmietala. Európskej komisii vyčítal, že sa správa ako „supervláda“ a vyzýval vlády jednotlivých krajín, aby *„sa nedostávali pod časový tlak stanovovaním cieľov v podobe symbolických dátumov”*.<sup>55</sup> Hra o čas a taktika bránenia vzniku eura na prvý pohľad prehnanými a zdanlivo neakceptovateľnými požiadavkami týkajúcimi sa inštitucionálneho nastavenia euro nezastavili. Nová európska papierová mena už bola v tom čase už počatá politickým rozhodnutím.

### Budíž euro!

V decembri roku 1991 členské krajiny schválili Zmluvu o Európskej únii (takzvaná maastrichtská zmluva), ktorá konkretizovala tri kroky na ceste za eurom a zapracovala ich do zmlúv o fungovaní únie. Pre Nemcov prekvapivo obsahovala už aj cieľový dátum vzniku eura. Formálne sa tak potvrdilo dva roky staré rozhodnutie dvoch politikov z vily na brehu Atlantiku. Vytvorenie jednotnej meny pre Európu bolo odsúhlasené. Stanovenie konkrétneho termínu nemecká centrálna banka

v prípravných rokovanach s Kohlom pred týmto samitom rezolútne odmietala. Tým, že sa tam dátum nakoniec dostal, došlo k podivnej situácii. Zmluva síce obsahovala kritériá, ktoré museli krajiny na zavedenie eura splniť, ale zároveň predpovedala termín, dokedy sa tak určite stane - 1. január 1999, keď malo euro vzniknúť. Zavedenie eura bolo navyše pre krajiny, ktoré ju podpísali, záväzné. Maturanti síce sadli pred komitum, no všetci dobre vedeli, že nech sa za zeleným stolom udeje čokoľvek, všetci do jednej poolbode úspešne zmaturujú.

Kohl chcel ešte pred Maastrichtom ako poistku proti možným katastrofám, vyplývajúcim z obetovania nemeckej marky Francúzom, podmieniť menovú úniu záväzkom k politickej únii. „Novodobá história, a to nielen Nemecka nás učí, že predstava, že možno trvalo udržať hospodársku a menovú úniu bez politickej únie, je absurdná,“<sup>556</sup> povedal Kohl v nemeckom parlamente ešte v novembri roku 1991. To sa mu nakoniec dohodnúť nepodarilo a k menovej únii paralelnú politickú úniu nedostavali ani nasledujúce samity. Francúzi sa politickej suverenity nemienili vzdať. Ide im najmä o zrušenie nemeckej monetárnej hegemonie<sup>557</sup> a získanie významnejšieho vplyvu na monetárnu politiku v Európe. Vtedajší prezident francúzskej centrálnej banky Jacques de Larosière na otázku, či sa Francúzsko v maastrichtskej zmluve nevzdalo suverenity v monetárnej politike, odpovedal „práve naopak, ide o to podeliť sa o túto suverenitu, aby sa dala lepšie vykonávať pre napĺňanie záujmov Francúzska a Európskeho spoločenstva“.<sup>558</sup>

Zlyhanie Kohla v dohodovaní ústupkov, za vzdanie sa suverénnej menovej politiky Nemecka, sa dnes interpretuje ako Kohlova veľká diplomatická prehra v maastrichtských rokovaníach. Tie sa uskutočnili v hoteli pri Maastrichte ešte tesne pred samotným otvorením samitu.<sup>559</sup> Otázky o tom, čo vlastne pre Nemcov Kohl obetovaním marky získal, vyvoláva aj predpoklad, že súhlas na zjednotenie by Nemecko neskôr s veľkou pravdepodobnosťou získalo aj bez toho. Zjednotenie podporovali USA a Veľká Británia. Sovietsky zväz bol už príliš slabý na to, aby v tom bránil. Je nepravdepodobné, že by si osamotené Francúzsko dovolilo proces elektívne blokovať. Podľa všetkého dohoda na tomto kroku existovala medzi USA a ZSSR už v júli 1990. Štátny tajomník nemeckého ministerstva hospodárstva Otto Schlecht neskôr napísal: „Maastrichtskú zmluvu som čiastočne tiež dohodoval, pričom ma fascinoval nasledujúci vývoj: V roku 1988 bolo ministerstvo financií, ministerstvo hospodárstva a dokonca aj ministerstvo zahraničných vecí a úrad kancelára toho názoru, že európska menová únia má čas. Tieto procesy boli však následkom nemeckého zjednotenia nechtiac zrýchlené. Naliehali Francúzi. Akceptovanie zmluvy ...podmieňovali dohodnutím jasného časového plánu pre menovú úniu a jej rýchleho posunutia dopredu. K znovuzjednoteniu by pravdepodobne došlo aj bez toho, no potom asi proti prejavenej vôli Francúzska.“<sup>560</sup>



## Neprajné nemecké sudlčky nad euro kolískou

*„Nemecko bude platiť,” povedal muž, ktorý mal meč vyše dvadsať rokov. Dnes platí: Maastricht je versailleskou zmluvou bez vojny.*

*~ Francúzske Le Figaro september 1992<sup>601</sup>*

Kohlovo maastrichtské fiasko vyvolalo v Nemecku zdesenie. Kam povedie spoločná európska papierová mena, bez efektívnej kontroly fiškálnej zodpovednosti ostatných členov menovej únie, bolo väčšine Nemcov jasné už vtedy. *„Význam tohto rozhodnutia by nemal nikto podceňovať. Ide o rozhodnutie s plošným dosahom, ktoré sa dotkne každého občana, pričom ohrozuje to, čo sa tu za 44 rokov tvrdou a úspešnou prácou vytvorilo,”<sup>602</sup>* napísal v roku 1992 nemecký profesor Achim Zink, do roku 1990 predseda Spolku na ochranu nemeckých sporiteľov. Nemecký ekonóm a publicista Roland Baader vtedy vydal knihu s príznačným názvom Eurokatastrofa, popisujúcu, čo sa dialo v Nemecku po Maastrichte: *„Čomu však treba zo všetkých síl predchádzať, je legenda, ktorej kontúry už dnes možno tušiť na horizonte budúcej epochy jednotnej meny: môže znieť takmer rovnako ako pri nemeckej menovej únii – veď nikto nemohol problémy eura predpovedať, ani, crème de la crème ekonómov. Už dnes treba predchádzať tejto potenciálnej, klamlivej historke. Žiadnemu z aktérov maastrichtskej drámy nesmie byť ponúknutá možnosť udeliť si jedného dňa takýmito argumentmi milosť a odplaziť sa mimo zodpovednosti. Lebo ešte nikdy v dejinách Spolkovej republiky (a možno nikdy v dejinách ľudstva) sa neudial masový protest podobného rozsahu ako v období dvanástich mesiacov po-maastrichtského roku 1992, ktorý vo varovných a odmietavých článkoch spojil predstaviteľov ekonomickej vedy a politickej publicistiky... Nikto z politicky zodpovedných by sa nemal môcť nikdy odvolať na to, že nebol včas varovaný alebo že nič netušil o týchto hrozbách, ktoré z maastrichtskej podpaľačskej zmluvy pre ľudí Európy a pre európsku myšlienku vyplývajú. Oni všetci konajú v protiklade s lepšími poznatkami alebo minimálne konajú v rozpore so svojou povinnosťou si potrebné poznatky osvojiť. „Nie sme zodpovední iba za to, čo robíme,” môžeme sa dočítať u Moliéra „ale aj za to, čo nerobíme.”<sup>603</sup>* Z hľadiska toho, čo sa dialo v eurozóne po vypuknutí eurokrízy v roku 2010, je dobré zdôrazniť, že kniha Eurokatastrofa vyšla v roku 1993. Odpor Nemecka proti maastrichtskej zmluve a presne identifikované riziká, vyplývajúce zo zavedenia jednotnej meny diskutované ešte pred samotným vznikom eura nemeckými ekonómami, právnikmi a politológmi, sa po finančnej kríze naplnili. Tento oprávnený, no márný odpor pomáha pochopiť, prečo sa práve Nemecko stalo v eurokríze poslednou baštou brániacou plnému nasadeniu Európskej centrálnej banky a ňou produkovaných zlých peňazí v boji s príliš veľkými štátnymi dlhmi členských krajín.

## Nekvalitná malta

K rozpadu európskeho menového systému a jeho nahradeniu eurosystémom nakoniec prispela aj samotná Bundesbank. Nadhodnotenie východonemeckej marky kurzom 1 : 1 k západnej marke po zjednotení viedlo k rýchlemu rastu cien. Proti cenovej inflácii Bundesbank bojovala vysokými úrokmi, ktoré ostatní členovia EMS nevedeli implementovať. V kríze z rokov 1992/93 Veľká Británia a Taliansko systém opustili, Španielsko a Portugalsko so škripaním zubov devalvovali. Francúzsko sa ešte zmestilo do v roku 1993 do rozšíreného inflačného pásma (15%), no začalo intenzívnejšie tlačiť na prehodenie kotvy z nemeckej marky na celoeurópsku menu – euro.<sup>564</sup> Posledné kroky potrebné na vznik eura boli spravené v máji 1998 a v januári 1999 sa euro stalo oficiálnou menou 11 členských krajín EÚ: Belgicka, Nemecka, Írska, Španielska, Francúzska, Talianska, Luxemburska, Holandska, Rakúska, Portugalska a Fínska. V roku 2001 sa pridalo Grécko, v 2007 Slovinsko, v 2008 Malta a Cyprus a o rok neskôr Slovensko. Už po finančnej kríze vstupovalo v roku 2011 do menovej únie Estónsko, v roku 2014 prístupový proces ukončilo Lotyšsko, v 2015. Litva.

Euro je politickou menou. Nevzniklo na základe spotrebiteľskej voľby, ani zväžením ekonomických nákladov a výnosov ekonomickými odborníkmi. Pri existencii jednotlivých národných mien v Európe síce nešlo o skutočnú, intenzívnu konkurenciu, keďže prechod do inej národnej meny bol pre ľudí nákladný, no už i toto mierne súťaženie štátnych centrálnych bánk politikom prekážalo. Menová konkurencia v Európskej únii pomáhala upriamiť pozornosť voličov na podstatu problému. Kurz domácej meny bol okamžitým a neúprosným objektívnym ukazovateľom toho, ako sa lokálnej vláde darí v porovnaní so susednými krajinami. Snahu o monopolizáciu produkcie peňazí v Európe preto nemožno vnímať iba z hľadiska ekonomických prínosov jednej meny, keďže tie pri politických dôvodoch hrali druhé husle. Nemecká Bundesbank zásadným spôsobom ovplyvňovala menovú politiku ostatných európskych krajín, vytvárala bariéry ich inflačným snahám a obmedzovala ich monetárnu suverenitu. Odstránenie výmenných kurzov, monopolizácia produkcie peňazí v inštitúcii, kde mali cez členov bankovej rady ECB zastúpenie všetky krajiny, tento problém vyriešilo. Ani nemecky, konzervatívne nastavená ECB neudržala pri živote monetárnu politiku marky. Dnes vieme, že euro nie je marka. Experiment so zlepšením kvality jabĺk pridaním zdravého nemeckého monetárneho jablka do južanského červivého košíka dopadol podľa očakávaní. Problémy výdavkovo nezodpovedných krajín sú už aj nemeckým problémom. Okrem zrušenia nemeckej hegemonie bola cieľom ďalšia politická integrácia. Euro malo Európu stmeliť, zviazať dokopy, a tým urýchliť ďalšie centralizačné procesy. Kríza ukázala, že euro bolo lacnou, nekvalitnou maltou, vinou ktorej má európska novostavba po kríze problémy so statikou.

## Grécko trhajú vlci

Jednou z hlavných výhod zavedenia eura je, že „Európska menová únia zlepšila odolnosť eurozóny voči nepriaznivému externému vývoju... Eurozóna sa dnes opäť zdá chránená pred tým najhorším zo súčasných globálnych finančných turbulencií. K zlepšeniu jej odolnosti prispelo ukotvenie inflačných očakávaní a rovnako reformy vykonané v rámci Lisabonskej stratégie pre rast a pracovné miesta a znovu nájdená rozpočtová zodpovednosť od reformy Paktu stability a rastu,<sup>565</sup> pri príležitosti 10. narodenín eura v roku 2008 sa po vlastnom pleci potľapkala Európska komisia.<sup>566</sup>

### Euro napadla svorka špekulantov

„Rastúci trend inflácie je spôsobený najmä obmedzeniami na strane ponuky, aktivitami špekulantov a nepriaznivými očakávaniami,“ napísal vo výročnej správe Zimbabwianskej centrálnej banky za rok 2007, počas prebiehajúce hyperinflácie, Dr. Gideon Gono. Jej hlavný strojca, spolupáchatel prezidenta Mugabeho, guvernér tamojšej centrálnej banky.<sup>567</sup> Dva roky pred zánikom zimbawianskeho dolára sa Gono počas hyperinflácie stal vďaka programu centrálnej banky na podporu zlepšenia produktivity v poľnohospodárstve najväčším chovateľom kurčiat v krajine. Ani to, že zbohatol vďaka hyperinflácii, vytvorenej ním riadeným štátnym monopolným producentom peňazí s núteným obehom, mu nebránilo vinu hádzať na pomyselných špekulantov. Tí sú obľúbeným fackovacím panákom aj u politikov a štátnych ekonómov vo vyspelých krajinách. „Špekulanti útočia ako svorka vlkov,“ analyticky zhodnotil situáciu v eurozóne na jar 2010 švédsky minister financií Anders Borgen. Špekulantom by podľa vtedajšieho gréckeho premiéra Georgea Papandreua malo byť zakázané „poistiť susedov dom proti požiaru a potom dúfať, že vyhorí, aby získali peniaze“. Narážal na Credit Default Swaps, poisťky proti defaultu dlhopisov, ktorých držiteľia na zhoršovaní situácie Grécka profitovali. „Nechceme, aby sa stávkovalo proti Grécku, aby ľudia s nejakou mocou na trhoch chceli vidieť grécke zlyhanie.“ Za rastúcimi úrokmi na štátnom dlhu videl podobných vinníkov aj španielsky minister José Luis Rodríguez Zapatero: „Na euro útočia špekulanti, aby zabránili prísnejšej finančnej regulácii finančného systému a finančných trhov.“

V októbri 2009 Gréci prekvapili vysokým oficiálnym odhadom deficitu verejných financií. Nový, októbrový odhad poskočil oproti len o štyri mesiace starším číslam na dvojnásobok. Zo 6 percent na 12% HDP. Pritom už 6-percentný deficit bol vzhľadom na krízovú recesiю revidovaný odhad z 3,7 a neskôr 5%. Kreatívna práca so štatistikou, ktorej výsledkom boli obrovské rozdiely v odhadoch, zdanlivo rozčúlila ostatných ministrov financií eurozóny, ktorí požadovali prešetrenie toho, čo sa v gréckych číslach deje. „Predstieranie sa skončilo,“ vyhlásil Jean-Claude Juncker,



vtedajší predseda Euroskupiny, grémia ministrov financií krajín eurozóny. Neskôršie dokumenty odhalili, že Euroskupina o nedôveryhodnosti posledných gréckych čísel vedela najneskôr od začiatku júla, keď bola k tejto téme pre ministrov vyhotovená sedemstranová správa komisára pre hospodárske a menové záležitosti, ktorá deficit na rok 2009 odhadovala na viac než 10%. Európski predstavitelia sa však rozhodli problém pol roka neriešiť a nerušiť v Grécku prebiehajúce voľby.



### Verejné tajomstvo o gréckych podvodoch vo verejných štatistikách

Že grécke dlhy a deficity v pomere k HDP nezodpovedajú často realite, muselo byť tým, ktorých to malo zaujímať, jasné najneskôr v roku 2004, keď Eurostat po viacerých návštevách európskych predstaviteľov v Grécku zverejnil samostatnú správu o veľkých revíziách, nezhodách a chybách v oficiálnych číslach.<sup>568</sup> Veselými príbehmi o tom, ako Gréci v snahe vizuálne znížiť relatívnu veľkosť deficitov verejných financií nafukovali HDP odhadovanými príjmami z prostitúcie a pašovania, som korenil svoje prezentácie kritizujúce nedostatky eura dávno pred zavedením eura na Slovensku.<sup>569</sup> Že sa Grécko do menovej únie dostalo napriek tomu, že neplnilo maastrichtské kritériá, poprední európski predstavitelia tiež dobre vedeli. Najnižší deficit verejných financií, aký sa Grécku pred vstupom do eurozóny podari-

lo dosiahnuť, bol 3,38% HDP namiesto maximálne povolených troch percent. Štátny dlh Grécka v referenčnom roku 1999 presiahol 110% HDP namiesto povolených 60. No pravidlá v únii boli vždy veľmi flexibilné, hlavne keď išlo o snahu o ďalšiu integráciu. Aj pokrízové revízie deficitu verejných financií Grécka boli zásadné. Deficit roku 2007 sa revidoval z 2,8 na 3,6, potom na 5,1 a napokon až na 6,5% HDP; v roku 2008 z 2,1 na 5, potom na 7,7 a nakoniec na 9,8%. Rok 2009 sa nakoniec skončil deficitom vo výške 15,6% HDP.<sup>570</sup>

Či už bolo rozhorčenie hrané alebo úprimné, dôležité je, že práve koncom roka 2009 začal pretekať pohár trpezlivosti investorov do štátnych dlhopisov Grécka. S nervami rozcuchanými finančnou krízou neboli na takéto zlé správy pripravení. Trhy začali pochybovať o tom, že krajina bude svoje sľuby schopná vôbec niekedy splatiť. Začali sa výpredaje gréckeho dlhu, čo tlačilo úroky hore. Vyššie úroky, ktoré museli grécki politici investorom sľúbiť pri vydávaní nových dlhopisov, ešte viac zhoršovali dlhodobú nerovnováhu medzi verejnými výdavkami a verejnými príjmami Grécka a zvyšovali pravdepodobnosť defaultu krajiny. Vyššie úroky prispievali k strate dôvery ďalších držiteľov dlhopisov a k ešte vyšším úrokom. Nepomohli ani narýchlo zostrojené konsolidačné opatrenia. Tomu, kto nebol zaslepený povinným eurooptimizmom a mantrou, že člen európskej menovej únie nemôže defaultovať, už bolo jasné, že Grécko nebude schopné splatiť svoje záväzky. Začiatkom roka 2010 sa ešte európski politici snažili predstierať, že ide o lokálny problém, ktorý Európa zvládne za pár týždňov malým preklenovacím úverom. Európski lídri dokonca urazene odmietali pomoc Medzinárodného menového fondu, ktorú považovali za nežiaducu externú intervenciu do domácich záležitostí únie. Nasledujúce mesiace, niekoľko prieskumných výjazdov do Grécka a najmä rastúce úroky na dlhu ostatných periférnych krajín však aj politikov presvedčili, že nejde o dočasný výkyv. Začínalo byť jasné, že ide o zásadný problém celej menovej únie. EÚ mala v skrini mŕtvolu a Grécko bola len jej noha, ktorá vypadla z pootvorených dverí.

### Tu nikto nič negarantuje?

Pravdepodobnosť bankrotu periférnych krajín eurozóny rástla a trhy už neverili na sto percent neformálnej garancii obyvateľmi Nemecka a ostatných krajín jadra. V snahe upokojiť situáciu ponúkla EÚ koncom marca Grécku finančnú pomoc. O mesiac neskôr ju Grécko akceptovalo. Kým začiatkom roka sa hovorilo o desiatkach miliárd eur, v máji schválená finančná pomoc v podobe úveru od ostatných krajín eurozóny a Medzinárodného menového fondu dosiahla 110 miliárd. A nebola posledná. Rastúce rizikové prirážky na štátnych dlhopisoch periférnych

krajín oproti Nemecku po vyše 10 rokoch odhalili nestabilitu narýchlo integrovanej menovej únie.<sup>571</sup> Napriek rečiam politikov eurozóna nie je a ani nikdy nebola homogénnou ekonomickou oblasťou. Jej členské krajiny majú rôznorodé ekonomiky a z historických a kultúrnych dôvodov sa výrazne odlišujú v spôsobe správy a financovaní vecí verejných. Majú rozličné kreditné riziko. Absencia politickej a fiškálnej únie otvárala možnosť rozpadu tohto usporiadania v prípade prvých vážnejších otrasov. Formálne, podľa platného znenia Lisabonskej zmluvy únia neručila za dlhy svojich jednotlivých členov. Na gréckej fiškálnej tragikomédii si začali investori do štátnych dlhopisov uvedomovať, aké riziko na seba vlastne zobrali. Pre krajinu vo vážnych dlhových problémoch bolo racionálne, aby tento problém riešili defaultom. Vylúčiť sa už nedalo ani vystúpenie z menovej únie a splatenie dlhov novou slabou národnou menou.

### **Pramene európskej solidarity s Gréckom - aj pri tejto záchrane išlo o veriteľov**

Grécka ekonomika v čase vypuknutia krízy netvorila ani 2% HDP Európskej únie. Na porovnanie čínska ekonomika rástla v roku 2010 tempom jedno Grécko za pol roka. Napriek miniatúrnej veľkosti sa európski lídri rozhodli porušiť základné pravidlo na fungovanie menovej únie a túto nesolventnú krajinu zachránili. Nešlo o záchranu samotného Grécka. Grécko bolo iba prvým zo symptómov problémov eurozóny. Najslabším vojakom, ktorého pád iba predznamenoval osud zatiaľ stojacich druhov. Front predstavoval európsky bankový systém. Európske banky boli oslabené stratami z finančnej krízy. Prepád cien finančných aktív a prasknutie bublín v nehnuteľnostiach vytvoril papierové straty, ktoré pohltili veľkú časť vlastného kapitálu. Ďalšie straty na dlhopisoch členských krajín eurozóny, ktoré štátny regulátor považuje za bezrizikové, by boli v prípade reštrukturalizácie týchto dlhov posledným klincom do ich rakvy. V Európe rovnako ako v USA prebiehal beh bánk na iné banky. Na medzibankovom trhu panovala nedôvera. Objem úverov bánk eurozóny ostatným bankám v eurozóne a mimo nej sa medzi rokmi 2008 a 2011 prepadol na polovicu. Default Grécka, po ktorom by mohli prísť aj reštrukturalizácie iných periférnych krajín, nemohli správcovia eurozóny pripustiť. Prepojenie bankárov na politickú triedu a tradične silný vplyv bánk v Európe na politiku pomohol formovať podobu reakcie na vznikajúcu eurokrízu. Politici určite nechceli riskovať principiálnym postojom možnosť zavretých pobočiek veľkých bánk a rozčúlenie voličov, ktorí by sa nemohli dostať k svojim peniazom. Ciele bánk sa preto poľahky stali ich cieľmi a do patetickej rétoriky „európskej solidarity s gréckym ľudom“ zabalili gigantickú záchranu súkromných európskych bankových domov. Záchranu z verejných peňazí realizovanú cez pôžičky členským krajinám.



Najintenzívnejšie na „záchranu“ Grécka a ignorovanie existujúcich pravidiel na fungovanie Európskej únie tlačili francúzski predstavitelia, ktorí sa údajne nemeckej kancelárke dokonca vyhrážali vystúpením z menovej únie v prípade nemeckého „nein“. K tomuto blafovaniu mali viesť potenciálne problémy dvoch veľkých francúzskych bánk v prípade defaultu Grécka a rozpadu gréckeho bankového systému. Francúzske banky mali v Grécku dcéry,<sup>572</sup> ktoré by museli následne rekapitalizovať, čo by ich však pripravilo o zostávajúci vlastný kapitál, a tým aj solventnosť. Túto interpretáciu potvrdzuje aj konanie kandidáta na francúzskeho prezidenta a vtedajšieho šéfa Medzinárodného menového fondu Dominiquea Strauss-Kahna. Ten v snahe riešiť problémy francúzskych bánk a podporiť svoju kandidatúru porušil pravidlá MMF a schválil pôžičku nesolventnému Grécku v objeme trikrát vyššom, než bol interný limit na takýto druh úveru. Musel na to prelomiť odpor ostatných funkcionárov fondu, ktorý účasť MMF na záchrane úplne odmietali, keďže bolo zrejmé, že poskytnuté peniaze sa nemôžu vrátiť.<sup>573</sup>

Skutočným adresátom zdrojov zo záchranných mechanizmov boli banky a veritelia Grécka v ostatných krajinách eurozóny. Podľa odhadov z roku 2011 až 59% zdrojov na záchranu okamžite opustilo krajinu v podobe uhradených záväzkov voči veriteľom. Tými boli zahraničné komerčné banky, investičné fondy a Európska centrálna banka. Asi pätina bola použitá na rekapitalizáciu gréckeho finančného systému a iba 19% išlo na financovanie gréckych výdavkov.<sup>574</sup>

## Ďalšia centrálna banka zachraňuje svet

Situáciu na trhoch neupokojili ani usilovné rokovania európskych politikov na početných krízových samitoch. Očakávanú úľavu nepriniesol ani finančný balík pre Grécko schválený 2. mája 2010. Zdalo sa, že nákaza sa naopak šíri ďalej a postihla aj talianske dlhopisy. V druhý májový víkend do hry vstúpila Európska centrálna banka. Rozhodnutie padlo po hektickom nedeľnom nočnom rokovaní. Jean-Claude Trichet, vyučený bankský inžinier, celoživotný kariérny politik a vtedajší prezident ECB, údajne chodil po chodbách banky so štósom desivých grafov, ktoré mali dokazovať, že finančné trhy v eurozóne kolabujú a treba okamžite niečo spraviť. Banka ohlásila program nákupu štátnych dlhopisov členských krajín.<sup>575</sup> Program dostal názov Securities Markets Programme (SMP). V rámci neho mali členské národné centrálné banky nakupovať na sekundárnych trhoch, teda z druhej ruky, dlhopisy krajín eurozóny a európskych firiem.<sup>576</sup> Na rozdiel od kvantitatívneho uvoľňovania amerického Fedu bol tento program výrazne menší. ECB novovytvorené eurá na nákup štátnych dlhopisov sterilizáciou sťahovala z obehu, aby eliminovala ich inflačný efekt. Robila to prilákaním peňazí komerčných bánk na úročený termínovaný vklad v centrálnej banke v objeme, ktorý zodpovedal dlhopisom nakúpeným v rámci programu. Sterilizácia bola iba marketingovým opatrením zameraným

na upokojuvanie nervóznei verejnej mienky v Nemecku, ktorá extrémne citlivo vnímala inflačné riziká z používania centrálnej banky na uľahčenie financovania štátov. Komerčné banky mohli svoje týždenné depozity v ECB, ktorými sa SMP sterilizoval, obratom použiť ako zábezpeku v rámci čerpania úveru z iných refinančných programov ECB a ich objem nebol obmedzený. Peňažnú zásobu preto mohli komerčné banky bez ohľadu na formálnu sterilizáciu SMP opäť nafúknuť.

Podporu financovania krajín v problémoch nákupom ich dlhu ECB ospravedlňovala snahou o riešenie fragmentácie trhu podporou jeho hĺbky a likvidity. Dôraz na hĺbku a likviditu trhu vychádzal z presvedčenia, že ak ponuka vysoko prevýši dopyt, vznikne vzhľadom na extrémny tlak predávajúcich nesprávna cena, ktorá nezodpovedá „skutočnej“ fundamentálnej hodnote aktíva. Tento prístup zodpovedal presvedčeniu, že za všetko môže „svorka špekulantov“ a nie privysoký dlh krajín. Že centrálna banka o skutočnej motivácii nakupovania štátnych dlhopisov za nové peniaze verejnosti klamala, a išlo jej najmä o znižovanie úrokov pre vlády krajín v problémoch, neskôr ukázal samotný výskum ECB. Ak by ECB reálne chcela pomôcť s likviditou dlhopisových trhov a svojou prítomnosťou sa snažila zabezpečiť ich hĺbku, jej nákupy by sme mali pozorovať predovšetkým na miestach s veľkým rozdielom medzi nákupnými a predajnými ponukami. Tie signalizujú problémy s likviditou a nedostatok kupujúcich. V skutočnosti sa ECB správala presne naopak, skupovala skôr dlhopisy s menším spreadom. Nákupy sa nepodarilo vysvetliť ani inými ukazovateľmi likvidity. Čo však predpovedalo intervenčné nákupy veľmi dobre, bola absolútna výška úrokov.<sup>577</sup> ECB nenakupovala podľa toho, kedy a kde bol trh nelikvidný, ale kde rýchlo rástli úroky. Najskôr grécke, neskôr aj španielske či portugalské. Program pomohol výrazne aj Taliansku. V čase jeho ukončenia v roku 2012 tvorili práve talianske dlhopisy viac než polovicu jeho vyše 200-miliardového objemu.<sup>578</sup>

*„Prečerpanie účtov či získavanie iného druhu úveru v Európskej centrálnej banke alebo v centrálnych bankách členských štátov (ďalej len národné centrálné banky) v prospech inštitúcií, orgánov, úradov alebo agentúr únie, ústredných vlád, regionálnych, miestnych alebo iných verejných orgánov, iných subjektov spravovaných verejným právom alebo verejnoprávnym podnikom členských štátov je rovnako zakázané ako priame odkúpenie ich pohľadávok alebo dlhov národnými centrálnymi bankami alebo Európskou centrálnou bankou.“* Na základe článku 123 Lisabonskej zmluvy<sup>579</sup> o fungovaní Európskej únie by si jeden mohol myslieť, že nakupovanie dlhopisov členských štátov Európskou centrálnou bankou je nelegálne, keďže ide o monetárne financovanie. Čiže zdaňovanie obyvateľstva a presun zdrojov vybraným vládam v menovej únii nevolenými úradníkmi pracujúcimi vo formálne nezávislej centrálnej banke. Nie však podľa samotnej centrálnej banky a predstaviteľov únie. Ide údajne iba o monetárnu politiku, a nie o snahu pomôcť vybraným štátom s financovaním. Štátne dlhopisy sú len nástrojom na dosahovanie cieľov monetárnej politiky. Dôkazom malo byť, že ECB a národné centrálné banky,

ktoré jej monetárnu politiku realizujú, dlhopisy nekupujú priamo od štátov pri ich emisii, ale na sekundárnom trhu. Čiže od finančných inštitúcií a investorov, ktorí ich sami nakúpili priamo od štátov. Keď sa vám zdá výhovorka so sekundárnym trhom podivná, nie ste sami. Ak skončí dlhopis problematickej krajiny na súvahe spoločnej centrálnej banky, čiže v peňaženke daňových poplatníkov eurozóny, potom je zrejmé, že tento dlhopis už nie je na voľnom trhu. Došlo k vytvoreniu umelého dopytu po tomto aktíve a zníženiu jeho celkovej ponuky. To musí viesť k relatívnemu rastu jeho ceny a zníženiu výnosov na týchto dlhopisoch. ECB umožnila týmto krajinám vydávať dlhopisy za nižšie úroky v porovnaní so situáciou, ak by nenakupovala. Navyše ak je dlhopis na súvahe centrálnej banky, riziko z jeho nesplácania nesú občania eurozóny a nie súkromní investori. Občania eurozóny tak de facto financujú vládu, ktorej dlhopisy ECB nakupuje. Tieto výroky platia bez ohľadu na to, kde, kedy a od koho dlhopisy nakúpila. Či už priamo od ministerstva financií Grécka alebo od Jeana, ktorý ich kúpil od Hansa, ktorý ich má od Sokrata, ktorý ich nakúpil prvý pri gréckej emisii.

### Vyháňanie duchov Bundesbank z ECB

*Účelové ohýbanie definícií a pravidiel cez koleno sa nepozdávalo nemeckým centrálnym bankárom, ktorí mali vzhľadom na vynikajúce výsledky z minulosti kvalifikáciu posúdiť, čo je monetárna politika a čo už financovanie štátov cez menu. Nemecká Bundesbank požívala medzi obyvateľstvom napriek tomu, že išlo o štátnu inštitúciu, nevídanú mieru dôvery.<sup>580</sup> Nemecká verejnosť bola vzhľadom na skúsenosť s hyperinfláciou počas Weimarskej republiky, ktorá bola katastrofou pre celú strednú triedu, extrémne citlivá na tendenciu politikov financovať cez centrálnu banku štátne výdavky. Bundesbank záujmy verejnosti chránila. Traja nemeckí kancelári spravili počas histórie Bundesbank tú chybu, že sa zúčastnili na zasadaní jej bankovej rady a požadovali zníženie úrokov. Aj Adenauer, aj Schmidt aj Kohl odišli s dlhým nosom.<sup>581</sup> Takýto prístup nebol v Európe štandard, ale výnimka. Väčšina centrálnych bánk v únii bola submisívna voči záujmom a cieľom politikov a ich meny boli ďalším nástrojom, ako vytiahnuť zdroje zo súkromného sektora. V snahe presvedčiť Nemcov, že euro sa neskončí katastrofou, dostali nemeckí centrálni bankári dôležité slovo pri novovznikajúcej ECB. Tá mala kopírovaním inštitucionálneho nastavenia Bundesbank zdediť aj jej úspechy v monetárnej politike. Išlo o ilúziu. Vplyv nemeckých bankárov bol radikálne zriedený hlasmi ostatných členov. Po rozhodnutí ECB z mája 2010 nakupovať štátne dlhopisy vybraných členských krajín to bolo jasné už aj*



samotným Nemcom. Na vyjadrenie nesúhlasu s aktivitami a transformáciou ECB ohlásil začiatkom roku 2011 svoje odstúpenie z funkcie prezidenta Bundesbank a člena bankovej rady ECB vážený nemecký centrálny bankár Axel A. Weber. Prítom práve on bol považovaný za pravdepodobného nástupcu dosluhujúceho Tricheta na prezidentskej stoličke ECB. Koncom roka 2011 radu guvernérov ECB opustil ďalší dôležitý Nemec. Na protest proti nakupovaniu štátnych dlhopisov odstúpil z funkcie člena výkonnej rady a hlavného ekonóma ECB bývalý prezident a viacnásobný viceprezident Bundesbank Jürgen Stark. Za neprimerané financovanie štátov považoval nákupy dlhopisov aj Weherov nástupca na čele Bundesbank a člen rady guvernérov ECB Jens Weidmann. Nákupom dlhov členských krajín sa začalo postupné vyhánanie posledných duchov Bundesbank, a tým aj konzervatívnej monetárnej politiky z tejto inštitúcie.

Hlavné riziko rozhodnutia ECB začať nakupovať štátny dlh nespočívalo v bezprostredne hroziacich inflačných obavách. Išlo skôr o dôležitý signál o slabosti centrálnej banky a jej ochote robiť v prípade problémov slúžku politikom, ktorým sa nechce do nepopulárnych opatrení. Politici v problematických krajinách okamžite pochopili, že oproti neprijemným opatreniam proti vlastným voličom existuje alternatíva. Bohatý strýko z Frankfurtu s bezodnými vreckami, ktorý pomôže v prípade, že súkromník požičiava príliš draho. Úsporné opatrenia a reformy zrazu neboli také radikálne a rýchle, ako mohli byť v prípade, že by boli vlády nechvané napospas nevyspytateľného dlhopisového trhu. No aktívnu centrálnu banku privítali aj politici v krajinách jadra. ECB mohla financovať ich odhodlanie zachrániť bankový systém cez záchranu periférie za každú cenu. Nemuseli si opakovane, postupne pýtať ďalšie a ďalšie úvery pre bankrotujúce krajiny v národných parlamentoch. Vedeli, že ak sa počká na dostatočné zhoršenie situácie, nakoniec zasiahne ECB, ktorá odpad skúpi zo spoločných peňazí. Veď monetárnej politike na rozdiel od úverov financovaných z daní volič nerozumie.

### Zrod európskej stratégie Daj pôžičku a modli sa!

Medzi historky bájneho baróna Prášila patril príbeh, v ktorom jazdec zapadol do bahna a sám sa za vlastné vlasy z neho aj so svojím koňom vytiahol. Európa sa rozhodla túto teóriu experimentálne otestovať. V rovnakom čase, ako vstúpila na trhy centrálna banka, európski predstavitelia oznámili vytvorenie dočasného eurovalu.<sup>582</sup> Išlo o spoločný fond, ktorého úvery garantujú členské krajiny eurozóny. Fond si mal požičiavať na súkromných trhoch a následne za priaznivých

podmienok požíčovať krajinám v problémoch. Jeho celková úverová kapacita mala byť 500 miliárd eur, pričom ďalších 250 miliárd ponúkol Medzinárodný menový fond. V podstate išlo o nástroj na prerozdelenie dlhov medzi členskými krajinami eurozóny. Existencia obrovskej kopy peňazí odradí ďalšie útoky na eurozónu a mala presvedčiť investorov, že situácia je pod kontrolou. Fond mal plniť funkciu jadrovej zbrane, ktorej samotná existencia odradí útočníkov a zabezpečí mier bez jediného výstrelu.

Zostrojením tejto luxemburskej účelovej akciovky európski predstavitelia konali rovnako ako banky pred vypuknutím finančnej krízy, neskôr kritizované štátnym regulátorom. Snažili sa zakryť svoju skutočnú mieru rizika a zadlženia presúvaním záväzkov mimo svojej súvahy. Namiesto toho, aby krajiny eurozóny priamo a transparentne poskytovali záchranné úvery, rozhodli sa pre podivnú kamufláž v podobe podpisovania záruk, aby zakryli reálnu výšku už i tak vysokých štátnych dlhov.<sup>583</sup> Kľúčové na pochopenie toho, prečo žiadny z dočasných, modifikovaných či neskorších trvalých eurovalov nemohol byť schopný dosiahnuť zvrát v eurokríze, je, že žiadna kopa peňazí nikdy neexistovala. Vytvoril sa spoločný, prázdny účet, ku ktorému boli vydané kreditky pre členov v dlhových problémoch. Keďže fond nedisponoval žiadnymi vlastnými prostriedkami, ak chcela nejaká krajina kreditku použiť, musel si euroval najprv na nepriateľských trhoch sám požičať. Prítomnosť relatívne ekonomicky silných krajín s dobrým kreditným ratingom v tomto úverovom družstve mala zabezpečiť, že súkromní investori požičajú peniaze za výhodnejší úrok.

Rozhodnutie skúsiť to s eurovalom pasuje do mylnej oficiálnej interpretácie krízy z roku 2010. Kríza mala byť súhrnom dočasných lokalizovaných problémov s likviditou jednej či dvoch krajín kombinovaných s neracionálnymi, precitlivými investormi, ktorí požadujú absurdnú kompenzáciu za neexistujúce riziko. Veľkú časť pôžičiek z eurovalu mali garantovať krajiny, ktoré boli samy horúcimi kandidátmi na pomoc – Španielsko, Taliansko či ostatné PIIGS krajiny. Finančné trhy hru na euroval prekukli hneď na začiatku. Spočítali si, kto bude na pleci držať ťažkú kladu záchrany eurozóny v prípade defaultov krajín, ktoré si z eurovalu požičajú. Po vylúčení krajín PIIGS, ktoré namiesto toho, aby kmeň niesli, samy na ňom visia, zostalo len Nemecko a pár smutných statočných, pre ktorých by tieto straty predstavovali veľkú záťaž. Súkromným trhom bolo už vtedy zrejmé, že nejde o likviditu, ale o solventnosť krajín a eurozóna stojí pred existenčnou krízou. Že neexistuje možnosť návratu k starým dobrým časom, a preto snaha riešiť problémy preklenovacími úvermi je len odkladaním nezvratného. Kupovaním času, počas ktorého možno predstierať, že problém neexistuje, a čakať na zázrak. Odstrašujúca nukleárna zbraň sa v priebehu ani nie pol roka zmenila na neškodnú detskú striekačku, ktorou sa európski politici snažili uhasiť požiar v zbrojnom sklade. Pol roka po vytvorení eurovalu požiadalo o pomoc z neho Írsko, na jar 2011 aj Portugalsko. Zrazu bolo treba naozaj hasiť a reálna kapacita eurovalu bola na

to smiešne nízka. Dočasná kríza neprestávala, dobré časy v nedohľadne a Grécko pýtalo ďalšie peniaze. Bol čas porušiť tabu a otvorene hovoriť o reštrukturalizácii dlhov člena eurozóny.

### Kríza ako príležitosť na ďalšiu integráciu bez ohľadu na preferencie voliča

Európski lídri sa zostrojením eurovalu a zapojením ECB rozhodli pre bleskovú a ľudovým hlasovaním nelegitimizovanú transformáciu Európskej únie suverénnych štátov na dlhovú úniu. Zásadný rozpor s textom platnej, ťažko sa rodiacej Lisabonskej zmluvy,<sup>544</sup> ktorá hovorila o tom, že dlhy jednej krajiny sú iba jej dlhmi a únia za ne neručí, popreli tvrdením, že ide o dobrovoľnú iniciatívu členských krajín, ktorej vznik zmluva nevylučuje. Vládnuca politická trieda tento krok ospravedlňovala najmä akútnosťou problému a nedostatkom času na verejné hlasovanie. Ani po piatich rokoch od začiatku eurokrízy európski politici nenašli dostatok odvahy na usporiadanie národných ľudových hlasovaní, ktoré by rozhodli o ďalšom smerovaní únie, a zistili, či Európania skutočne chcú mať z EÚ federálny štát so spoločným dlhom. Ďalším druhom obhajoby vzniku spoločného európskeho dlhového fondu v podobe eurovalu bola jeho údajná dočasnosť. Tieto argumenty používala najmä vládnuca trieda v Nemecku, aby zmiernila silnú kritiku zo strany verejnej mienky. Že nič nie je také trvalé ako dočasný štátny program, potvrdil vznik trvalej verzie eurovalu v podobe Európskeho stabilizačného mechanizmu v roku 2012.

## Ako euro bubliny nafúklo a Grékom nezaslúženú dekádu hojnosti prinieslo

Vráťme sa o dekádu späť a pozrime sa na to, kde spravili nemeckí a francúzski inžinieri pri vytvorení novej meny chybu. Semienko zhubného vývoja, ktoré neskôr rozkvitlo v eurokrízu ohrozujúcu existenciu samotnej únie, bolo zasadené už v nastavení pravidiel eurozóny na úplnom začiatku.

### Euro? Nemožné! Zlý nápad. Nevýdrž!

To, že euru pôjde už pri jeho desiatych narodeninách o život, mnoho Európanov prekvapilo. Ešte v rokoch 2007 či 2008, tesne pred vstupom Slovenska do menovej únie a následným vypuknutím eurokrízy, nebolo možné v serióznej spoločnosti hovoriť o prípadnom rozpade menovej únie bez toho, že by vás nepova-



žovali za blázna. Za radikálne boli označované už aj osamotené hlasy upriamujúce pozornosť na nestabilitu únie, ignorovanie pravidiel Paktu stability a do oči bijúce fiškálne čierne pasažierstvo. V anglosaskom svete však euroskepticizmus nebol okrajovým žánrom. Asi najznámejšie sú výroky ekonóma Milтона Friedmana,<sup>585</sup> ktorý predpovedal koniec eura s príchodom prvej krízy v Európe.<sup>586</sup> Zafixované výmenné kurzy neumožňujú lokálne prispôbenú monetárnu politiku. Teória optimálnej menovej zóny, ktorej európska menová únia nezodpovedala, predpovedala, že sa eurozóna stane obeťou lokálnych, špecifických šokov pre jednotlivé krajiny. Nezamestnanosť následkom lokálnych otrasov mala viesť k porušeniu inflačného záväzku alebo vystúpeniu niektorých členov z menovej únie.<sup>587</sup> V otázke fungovania eura boli skeptickí aj keynesiáni. Paul Krugman označil v rozhovore pre nemecký časopis v roku 1998 euro za „jednoducho zlý ekonomický nápad“.<sup>588</sup> Ekonóm z prestížneho Massachusetts Institute of Technology Rudiger Dornbusch zhrnul názory amerických kolegov na vznikajúce euro vo svojom článku v roku 2001 do troch kategórií: „Nemožné“, „Zlý nápad“ a „Nevydrží“.<sup>589</sup>

### Nemeckí proroci: „Európska menová únia povedie k testu Európskej únie hrozbou rozpadu“ 1992

*Anglosaskí komentátori, ekonómovia a politici, ktorí rodiace sa euro kritizovali či poukazovali na jeho nedostatky, boli obviňovaní zo žiarlivej nepravosti napredujúcej európskej integrácii. Mali však spojencov aj v srdci samotnej Európy. V roku 1992 vydala skupina 60 nemeckých ekonómov, bol medzi nimi napríklad aj bývalý nemecký minister hospodárstva, proti euru manifest<sup>590</sup>,<sup>591</sup> ktorý z dnešného hľadiska možno nazvať jasnozrivým. Tvrdili, že spoločná mena môže fungovať, iba ak budú ekonomiky členských krajín k sebe v dlhodobom horizonte postupne konvergovať. Keďže to podľa nich nebolo pravdepodobné, z menovej únie sa mala stať transferová únia, v ktorej bude dochádzať k umelým presunom bohatstva v podobe dotácií naordinovaných politikmi: „V menovej únii budú ekonomicky slabšie krajiny predmetom rastúceho tlaku konkurencie a vzhľadom na svoju nižšiu produktivitu a konkurencieschopnosť skončia s rastúcou nezamestnanosťou. Vysoké transferové platby na finančnú kompenzáciu sa stanú nevyhnutnosťou,“ napísali 18 rokov pred vypuknutím eurokrízy a zostrojením eurovalov. Predpovedali, že „predčasné zavedenie európskej menovej únie vystaví západnú Európu silnému ekonomickému pnutiu, ktoré môže časom viesť k politickému konfliktu a ohroziť tak integračné ciele“.*

Okrem kritiky cez optimálnu menovú zónu a neschopnosť takéhoto zoskupenia absorbovať lokálne otrasy, existovala aj „hayekovská“ kritika. Euro odstráni konkurenciu národných mien, čo povedie k väčšiemu zneužívaniu centrálnej banky zo strany menej zodpovedných vlád a následnej vyššej cenovej inflácii. Premiér Veľkej Británie sir John Major preto navrhoval namiesto eura tzv. „Hard Ecu“ alebo „Common Ecu“, čiže hayekovskú, tvrdú verziu už existujúcej spoločnej európskej menovej jednotky ecu. Na rozdiel od eura by hard ecu bolo minimálne na začiatku jeho fungovania skôr doplnkom existujúcich európskych mien, než ich úplnou náhradou. Dôležitou črtou tohto návrhu európskej menovej únie bola dobrovoľnosť účasti v nej.<sup>592</sup> *„Ak by EÚ akceptovala britský návrh „paralelného ecu“, potom by pravidlá garantujúce stabilitu spoločnej meny a jej nezávislosti od európskych vlád boli časťou balíčka ponúknutého Európskou bankou užívateľom tejto meny. Keďže takéto euro by nemohlo byť vnímané ako potenciálny nástroj na financovanie štátu, neexistovala by potreba vytvoriť pre členské krajiny ústavné pravidlá (a následne ich porušovať), nemusel by vzniknúť Pakt stability a rastu,“* napísal v roku 2004 španielsky ekonóm Pedro Schwartz.<sup>593</sup> Návrh, aby si euro ako spoločnú menu vybrali ľudia a nie politici, nakoniec neprešiel. Jedným z dôvodov bolo, že prišiel relatívne neskoro, ale hlavne ako Johnovi Majorovi vysvetlil vtedajší francúzsky prezident Francois Mitterand, išlo o „dobrý návrh“, no zo „zlej krajiny“. <sup>594</sup>

### Kde je vôľa, tam je cesta - hladomor v Bavorsku

Helmut Kohl, ktorý pochoval marku, tušil už pred vytlačením prvého eura, že to nedopadne dobre. Dokladujú to nemecké vládne spisy zverejnené na podnet nemeckého magazínu Der Spiegel v roku 2012.<sup>595 596</sup> Jeho vláde bolo jasné, že vysoké zadlženie Talianska prináša „obrovské riziká“, a „ešte nie je zabezpečená trvalá udržateľnosť verejných financií“ tejto krajiny. Aj mierne zvýšenie úrokov, ktoré sprisahanecky tlačila dole talianska centrálna banka, by zapríčinilo výrazný rast nákladov. Ekonomickí poradcovia vlády v spolupráci s ambasádou v Ríme varovali, že mnoho z konsolidačných úsporných opatrení bolo robených len naoko, za pomoci účtovných trikov, aby kozmeticky upravili výšku deficitu. Asi najvtipnejším príkladom kreatívnych krokov Talianska v snahe splniť formálne požiadavky na zavedenie eura bolo vytvorenie príjmov z dane uvalenej na predaj zlatých rezerv, uskutočnený iba za týmto účelom medzi jednotlivými zložkami štátu – ministerstvom financií a talianskou centrálnou bankou. To, že Taliansko bude mať problémom financií a talianskou centrálnou bankou. To, že Taliansko bude mať problémy splniť konvergenčné maastrichtské kritérium dlhu, keď dlh členskej krajiny nemal presiahnuť 60% HDP, vedeli všetci. Veď dlh v tom čase presahoval dvojnásobok tejto požiadavky. No ani konsolidácia verejných financií a znižovanie deficitu nešli podľa plánov. Samotní Taliani v roku 1997 dvakrát navrhli posunutie zavedenia eura v ich krajine. Hovorí o tom aj správa nemeckej ambasády z novembra 1998.

Uvádza sa v nej, že členovia talianskej vlády žiadajú o natiiahnutie konsolidačného plánu a zjemnenie interpretácie Paktu stability a rastu, aby bolo Taliansko oslobodené „z okov maastrichtskej zmluvy“. Opäť protestovali najmä Nemci. V roku 1998 155 nemeckých ekonómov podpísalo druhý manifest<sup>597</sup> Euro prichádza priskoro. Vo vyhlásení tvrdia, že euro je vzhľadom na deficity verejných financií, ktoré nedosiahli dohodnuté úrovne, unáhleným krokom, a žiadajú odklad jeho zavedenia. Pakt stability a rastu podľa ich názoru mal byť bez automatických sankcií vo vy-  
nucovaní rozpočtovej disciplíny len bezzubým nástrojom. Euro bez Talianov však bolo podľa strojcov novej Európy nepredstaviteľné. Triky a najmä veľkodušná interpretácia pravidiel napokon všetky problémy reálneho sveta prekonali. Veď podľa oficiálnych plánov talianskej vlády dlh klesne na požadovaných 60% najneskôr v roku 2010. Realita bola nakoniec presne dvojnásobne vyššia, čiže 120%.

Kde je politická vôľa, tam existuje cesta. Rozbehnutá politická mašinéria a vidina nových funkcií a centralizovanej moci bola na skeptické argumenty hluchá. Názory tohto druhu boli vytláčané na okraj a zosmiešňované. Vytváranie zlých peňazí centrálnou bankou na prípadné financovanie problematických krajín nemohol byť problém. Veď centrálna banka to mala vyslovene zakázané v zmluvách a ECB mala byť úplne nezávislá. Podľa vtedajšieho ministra financií Luxemburska a kľúčového vyjednávača podoby menovej únie Jeana-Clauda Junckera bola najmä nemecká obava, že sa menová únia vďaka nefungujúcemu euru bude musieť zmeniť na transferovú úniu, asi taká pravdepodobná ako hrozba hladomoru v Bavorsku.<sup>598</sup> Juncker inicioval neformálne stretnutia ministrov financií krajín eurozóny, ktoré sa postupne transformovali na oficiálne pravidelné zasadania Euroskupiny. Tej potom aj medzi rokmi 2005 a 2013 predsedal s prezývkou Mr. Euro. V tom istom roku ako Juncker vyslovil proroctvo o hladomore v Bavorsku, získal za „výnimočné úspechy v posúvaní Európy do budúcnosti“ európsku cenu Vision for Europe. Vzhľadom na udalosti o dekádu neskôr by sa mala jeho cena premenovať skôr na Tunnel Vision for Europe. V roku 2000 eurozóna konečne vznikla. O rok neskôr do nej vstúpilo predĺžené Grécko. Vtedajší nemecký kancelár Gerhard Schröder, nasledovník Helmuta Kohla z radov sociálnodemokratickej strany, označil euro za „chorľavé predčasne narodené dieťa“. Realita nakoniec aj v tomto prípade vyhrala nad politickými prianiami. Presunov bohatstva a medzištátnych transferov na záchranu národných bankových sektorov a národných vlád sme sa dočkali napriek tomu, že na hladomor v Bavorsku to stále nevyzerá. Ani kolaps a boj o život Junkerovho menového dieťaťa nedokázali zastaviť ďalší kariérny postup tohto celoži-  
votného politika v európskych mocenských štruktúrach. Mr. Euro sa v roku 2014 stal prezidentom Európskej komisie.



## Nemožno to hodiť na Američanov

„Úprimne, nie sme tu, aby sme dostávali lekcie z demokracie alebo toho, ako zvládnuť ekonomiku... Táto kríza nevznikla v Európe... táto kríza vznikla v Severnej Amerike a veľká časť nášho finančného sektora sa nakazila, ako by som to povedal, neortodoxnými praktikami z vybraných sektorov finančného trhu,“ povedal José Manuel Barroso, prezident Európskej komisie na zasadaní skupiny G20 v júni 2012, kde sa rokovalo aj o finančnej pomoci eurozóne.

V prvých rokoch eurokrízy, keď jeden krízový samit striedal ďalší, si poprední európski predstavitelia ešte z času na čas neodpustili, aby medzi náročnými rokovaniami, kde bezradne meditovali nad neustále pribúdajúcimi bojovými frontmi, pokarhali Ameriku za finančné špekulácie, ktoré údajne dostali Európu do tejto prekérnej situácie. Ide o obľúbenú pesničku socialisticky ladených Európanov, keď za všetko zlé na tomto svete môže Mc Donald's, americké filmy a kapitalistický špekulant. Toto nemiestne sebavedomie európskych politikov tesne pred tým, ako sa eurozóna takmer rozpadla, bolo úsmevné minimálne z dvoch dôvodov. Prvým je, že práve európske banky hrali pred krízou často úlohu hlupáka pri pokrovom stole, keď im americké investičné banky predávali produkty, ktoré boli u nich doma kvôli ich riziku nepredajné. Vyššiu ochotu riskovať vidno aj na finančnej páke, európske banky dosahovali výrazne vyššie hodnoty ako americké finančné inštitúcie. Keď sa ilúzia rozplynula, boli to najmä európske banky, ktoré z hľadiska čerpaného objemu viedli rebríček inštitúcií, ktoré boli zachraňované tlačení dolárov americkým Fedom. Americkou vládou zachránená poisťovňa AIG predávala CDS na rôzne aktíva a umožňovala tak regulačnú arbitráž vo výraznej miere hlavne európskych regulačných autorít. Pri kritike špekulatívneho rizikového správania európskych politikov preto išlo o kritiku do vlastných radov, čo potvrdili následné kolapsy v európskom bankovom sektore. Okrem toho, že mnohé európske banky boli rizikovejšie ako ich americké protistrany, boli aj omnoho väčšie. Dvadsaťštyri európskych bánk je z hľadiska držaných aktív väčších než tretina ročnej produkcie ekonomiky krajiny, kde sídlia. Sedem je väčších ako celoročné HDP krajiny. Ani jedna americká banka nedosahuje ani pätinu HDP USA. Zlyhanie európskych regulátorov pri strážení bankového kartelu malo a bude mať nepomerne väčšie dosahy na európsku ekonomiku než zaváhanie v USA.

Druhým dôvodom, prečo nemožno krízu eurozóny hodiť na Američanov, sú obrovské nerovnováhy v európskej ekonomike, ktoré grécka panika nezapríčiniła, len odhalila. Amerického kapitalistického špekulanta ťažko viniť z postavenia miliónov nadbytočných nehnuteľností v Španielsku a rastu miezd v Grécku, ktorý nezodpovedal rastu produktivity práce. Finančná kríza sa skutočne šírila z Ameriky. No ak by eurodom nerozkývala finančná kríza, skôr či neskôr by sa pod vlastnou ťarchou začal rúcať sám. V menovej únii chýbali korekčné mechanizmy, ktoré by tlmili lokálne excesy. Vďaka euru, ochotnej ECB a prehliadaniu

rozpočtových obmedzení jednotlivých členov únie bolo zrazu zdanlivo možné rásť donekonečna na dlh.

## Eurokrízu spôsobilo euro

Euro umožnilo politikom život nad pomery a súkromnému sektoru nezdravý rast na úkor budúcnosti. Nízke úroky garantované ECB naprieč eurozónou, bez ohľadu na rizikový profil jednotlivých členov, rozbehli výdavkové orgie vlád periférie, a ilúziou nekončiacej sa prosperity pomiatlo španielskych stavbárov a írskych bankárov. Priemerný politik minie maximum, čo mu okolie dovolí. Na to, aby boli verejné financie udržateľné, je nutný externý dohľad súkromných kapitálových trhov, ktoré rastúcimi úrokmi tlmia neuhasiteľný smäd štátu po zdrojoch odčerpávaných zo zvyšku ekonomiky. Zavedenie eura výrazne utlmilo obmedzujúce pôsobenie trhov. Do rúk vlád krajín s pošramotenou fiškálnou povestou sa zrazu dostali kreditné karty k spoločnému účtu. Napriek tomu, že krajiny mali oddelené rozpočty, mohli zrazu mŕňať na dlh garantovaný všetkými členmi. Po chvíli, keď opadnú prvé ostychy a aj tí hlúpejší pochopia, o čo ide, sa menová únia premení na súťaž v mŕňaní spoločných zdrojov. Politik, ktorý nemŕňa zo spoločného, okráda vlastnú krajinu. Aby sa menová únia, ktorá zároveň nie je aj fiškálnou úniou, nepremenila na preteky vo vyjednaní spoločnej špajze, je potrebná existencia efektívneho policajta. To si uvedomoval pred vznikom eura asi každý. Úlohu donucovacieho prostriedku mal naplňovať Pakt stability a rastu. V ňom stanovené kritériá na štátny dlh a na maximálny deficit mali predstavovať limity, ako ďaleko vo fiškálnej nezodpovednosti môžu vlády členských krajín zájsť pred tým, než ich napomenutím alebo pokutou dajú do poriadku európske inštitúcie. Ak by pakt zlyhal, existovala ešte poistka v podobe už spomínaného článku 125 Maastrichtskej zmluvy,<sup>599</sup> ktorý hovoril, že dlhy jednej krajiny sú iba jej dlhmi a nie dlhom únie. Európski predstavitelia pri propagácii eura a snahe o jeho verbálnu podporu však tvrdili presný opak, než bolo napísané v zmluvách. „Euro je druhá najsilnejšia rezervná mena. Eurozóna je homogénny ekonomický celok zložený z vyspelých silných ekonomík,“ a preto „je nepredstaviteľné, aby krajiny v eurozóne defaultovali“. O tomto nezmysle presviedčali politici trhy až do trpkého konca. Francúzsky prezident Nicolas Sarkozy dával trhom emotívny sľub, že únia nedopustí default žiadneho člena eurozóny ešte v decembri 2011,<sup>600</sup> čiže štyri mesiace pred gréckym defaultom a rozsiahlou reštrukturalizáciou dlhu tejto krajiny.

## Nie je dôležité, čo sa píše v európskych dohodách - implicitná garancia

Tvrdenie, že žiadnej krajine v menovej únii, nech je akokoľvek „vyspelá“, nikdy nehrozí default, je nezmysel. Vedeli to aj samotní politici, ktorí to hovorili. Krajiny defaultovali, defaultujú a budú defaultovať. Hrozba defaultu štátu je iba funkciou rozhodzovateľnosti politickej triedy. Pár populistických vlád, štedrých sociálnych programov nezodpovedajúcich príjmom alebo intenzívnejšie vojenské dobrodružstvo môže do viesť k defaultu aj tú najvyspelejšiu krajinu na svete. Default rozvíjajúcich sa krajín nie je z historického hľadiska ničím výnimočným. Viackrát sa opakovali masové defaulty, keď bol v reštrukturalizácii dlh viac než tretiny krajín sveta. Viac než polovica vyspelých krajín sveta zažila minimálne jeden default na svojom štátnom dlhu.<sup>601</sup> Grécko bolo viac než polovicu obdobia svojej nezávislosti od roku 1829 v defaulte.<sup>602</sup> Politickú nestabilitu tejto krajiny dokresľuje aj skutočnosť, že Grécko malo za posledných 190 rokov 185 premiérov. Zavedením eura nedošlo k osvieteniu tamojšej politickej triedy, zníženiu korupcie či k radikálnemu skoku v ochote tamojšieho ľudu platiť dane.

### Goldman Sachs - s kým bankovali grécki politici

*Chronické problémy Grécka s platením svojich záväzkov sú a aj boli všeobecne známe. Mystérium spočívalo skôr v tom, prečo im banky a investori napožíčovali napriek tomu toľko peňazí. Grécko vstúpilo do Európskej únie v roku 1981 so štátnym dlhom vo výške 27% HDP. Vďaka vstupu do európskeho výberového spolku a európskym fondom Gréci opäť získali po búrlivých časoch prevratov a nestability na trhoch akú-takú dôveryhodnosť, čo umožnilo opäť rýchle zadlžovanie gréckeho štátu. V tom istom roku sa premiérom krajiny stal socialista Andreas Papandreu. Na lepšie pochopenie fungovania politickej triedy v Grécku je dobré vedieť, že gréckym premiérom bol aj Andreasov otec Georgios a rovnako sa premiérom stal aj Andreasov syn George. Georgeova politická kariéra sa skončila potupne snahou zvolať referendum o záchranných balíčkoch v novembri 2011, ktoré mu zatrhli politici z dôležitejších krajín únie. Po ôsmich rokoch Andreasovho premiérovania bol grécky štátny dlh na úrovni 90% HDP, pri vstupe do eurozóny v roku 2001 to bolo už 110%. Krajina sa do eurozóny dostala napriek tomu, že maastrichtské kritérium hovorí o maximálnom pomere dlhu k HDP vo výške 60%. Aj v tomto pravidle existuje priestor na výnimky, ak sa pomer dlhu „približuje k referenčnej hodnote dostatočne rýchlym tempom“.<sup>603</sup> So zdanlivým splnením kritéria 3-per-*



centného deficitu verejných financií zas pomohlo kreatívne účtovníctvo a flexibilná metodológia účtovania vykazovaných výdavkov. Manipulácie oficiálne vykazovaných čísel v snahe vyhnúť sa šetreniu vo verejných výdavkoch pokračovali aj v rokoch po vstupe.<sup>604</sup> Zlepšiť dlhovú figúru Grécka pomohli aj swapové čachre-machre podniknuté s Goldman Sachs.<sup>605</sup> S pomocou americkej investičnej banky sa gréckej politickej triede podarilo prekabátiť európske inštitúcie a predstierať plnenie pravidiel Paktu stability a rastu a z nich vyplývajúcu povinnosť znižovať štátny dlh aj bez šetrenia. Za divadielko pred Bruselom v podobe dlhopisového swapu s fiktívnym úrokom, ktorý dočasne znížil vykazovaný verejný dlh o 2 800 miliónov eur, zaplatili grécki politici z peňaženiek gréckych daňových poplatníkov americkým kapitalistom odmenu vo výške 600 miliónov eur.<sup>606</sup> Legitímnosť transakcie si goldmani dali v roku 2001 údajne potvrdiť aj zástupcami európskeho štatistického úradu, no zástupcovia Eurostatu to po vypuknutí eurokrízy vehementne popierali. Zverejnenie týchto a neskorších derivátových operácií Grécka, ktoré by mohli vnieť viac svetla do toho, ako investiční bankári pomáhali za peniaze daňových poplatníkov obchádzať formálne pravidlá na fungovanie menovej únie, požadoval od Európskej centrálnej banky aj Európsky súdny dvor. ECB ako hlavný štátny regulátor eurozóny zverejnenie dokumentov súdu odmietol.<sup>607</sup> Podľa centrálnej banky by poskytnutie informácií ohrozilo verejný záujem, obchodné záujmy protistrán ECB, poškodilo komerčné banky, ohrozilo efektívnosť hospodárskej politiky Grécka a EÚ a hlavne požadované dokumenty „neobsahujú informácie, ktoré by nejakým zmysluplným spôsobom pomohli verejnej diskusii“. Európsky všeobecný súd v Luxemburgu dal za pravdu ECB a koncom roka 2012 vydal rozhodnutie, v ktorom umožnil ECB, na ktorej čele už v tom období sedel Mario Draghi, bývalý viceprezident a riaditeľ Goldman Sachs International z rokov 2002 – 2005, mlčať aj naďalej. Prístup verejnosti k týmto informáciám by podľa európskeho všeobecného súdu „podkopával ochranu verejného záujmu, čo sa týka hospodárskej politiky Európskej únie a Grécka“. A ochranu záujmov Goldman Sachs žiada sa dodať.<sup>608</sup> Iróniou histórie gréckej dlhovej katastrofy je, že osoba, ktorá bola za grécke kreatívne účtovníctvo pred vstupom do menovej únie priamo zodpovedná, bol Lucas Papademos, prezident gréckej centrálnej banky v rokoch 1994 – 2002. Ten istý Lucas Papademos, ktorý mal neskôr už ako grécky premiér medzi rokmi 2011 – 2012 riešiť grécku dlhovú krízu. Cap sa stal záhradníkom a človek, čo dlhovú krízu pomáhal vytvoriť, ju mal neskôr pomôcť riešiť. Čerešničkou na pokazenej regulačnej torte je, že Papademos bol v rokoch 2002 – 2010

*aj viceprezidentom ECB. Neochota ECB zverejňovať operácie z tohto obdobia je zrazu pochopiteľnejšia. Skutočnosť, že jeden z hlavných gréckych falšovateľov výkazov sedel na vrcholnej pozícii v menovej únii, by mala rozohnať aj posledné pochybnosti o tom, či európski lídri vedeli o gréckych štatistických podvodoch dávno pred krízou.<sup>609</sup>*

Riziko defaultu nezmizne tým, že sa krajina včlení do menovej únie. Ak politici tvrdia, že žiadna krajina, bez ohľadu na jej rizikovosť a fiškálne hriechy z minulosti, nikdy nebude donútená reštrukturalizovať svoj dlh, musí to znamenať, že toto riziko sa prenesie na iné krajiny. Napriek tomu, čo sa píše v európskych zmluvách, náklady v prípade problémov problematických krajín zatiahnu silnejšie krajiny jadra, ako napríklad Nemecko. Trhy túto správu pochopili. Už v roku 2004, čiže 8 rokov pred defaultom Grécka, prekvapivo presne popísal Pedro Schwartz existenciu tejto neformálnej dohody medzi štátmi a trhmi, ktorá bola v príkrom rozpore s európskymi zmluvami: „Je jasné, že EÚ nenechá žiadnu z členských krajín vstúpiť do defaultu. Trhy sú si preto isté tým, že nesprátné krajiny budú zachránené, pričom sú si tým isté aj samotné nesprátné krajiny. Tento morálny hazard zvýši rizikovú prirážku na štátnom dlhu členských krajín a ak bude pokračovať, môže sa to skončiť katastrofou na argentínsky spôsob.“<sup>610</sup> Reštrukturalizácia gréckeho dlhu bola nakoniec najväčšia v histórii, zosadila tak z prvej priečky aj Schwartzom spomínanú Argentínu. Implicitná garancia urobila divy. Súkromní investori a najmä banky sa po vzniku eura začali podľa novej politicko-ekonomickej reality správať. Sľub gréckeho politika im bol zrazu rovnako dobrý ako sľub nemeckého. Niekoľko rokov existencie eura vymazalo z úrokov stáročia trvajúce rozdiely v riziku jednotlivých krajín. Úroky na periférii klesli z roka na rok z -násťpercentných hodnôt do tesnej blízkosti nemeckých, pod 6%.

Grécka vláda to mala pred vstupom do eurozóny so zháňaním peňazí na výdavky ťažké. Mohla síce voličom sľubovať modré z neba, no vzhľadom na pošramotenú povesť krajiny a papandreovské bačovanie si musela na jeho nákup draho požičiavať. Ešte v roku 1995 platili Gréci na 10-ročných štátnych dlhopisoch úrok 19,5%. V takom nepriateľskom prostredí sa deficit refinancujú ťažko. Potom sa krajine prihodil eurozázrak a do roku 2003 jej úroky spadli na 3,8%. Zrazu sa našla kopa hlupákov, ktorí krajine ochotne núkali peniaze aj pri štátnom dlhu takmer 130% HDP. Namiesto toho, aby politická trieda v Grécku riešila dilemu kde šetriť, aby sa vyhla ďalšiemu hroziacemu defaultu, nastali časy hojnosti. Politici od radosti pozvyšovali voličom dôchodky, zamestnali všetkých známych vo verejnej správe a postavili kopu zbytočných športovísk pre predraženú olympiádu.<sup>611</sup> Nech svet vidí, ako sa im darí. Veď keby sa im nedarilo, tak by predsa nemali také nízke úroky. Oddychový čas od nervózných veriteľov, ktorým sa už prestával pozdávať gigantický štátny dlh, dostalo vďaka euru aj Taliansko. Ani v jednom prípade to nebolo

zadarmo. Riziko sa iba transformovalo z miestneho na systémové. Tým, že prešlo na vyššiu úroveň, bolo možné ho dlhšie ignorovať a skrývať. Za dekádu relatívnej stability počas obdobia euroilúzie následne eurozóna zaplatila vysokú cenu v podobe rekordnej nezamestnanosti, nízkeho ekonomického rastu, nesolventného bankového systému a hroziacim štátnym defaultom hneď viacerých členských krajín. Reči sa hovoria a chlieb sa je. Na to, aby banky a finančné inštitúcie začali riskovať svoje peniaze úverovaním politikov v štátoch druhej kategórie, bolo treba trochu viac ako politické vyhlásenia. V tom, že to politici myslia s prerozdelením rizika a nákladov v rámci menovej únie vážne, ich utvrdila svojimi krokmi Európska centrálna banka. Bez nej by hra na bezrizikovú menovú úniu desať rokov nikdy nevydržala.

### Rovnaká politika, rovnaké výsledky

Európska centrálna banka od svojho založenia robila to, na čo štátne monopoly na produkciu meny existujú. V rámci expanzívnej monetárnej politiky vytvárala nové eurá. Prijala pozvanie do inflačného tanca od najsilnejšej centrálnej banky na svete. Politika amerického Fedu ako producenta svetovej rezervnej meny ovplyvňuje politiky ostatných centrálnych bánk. Tie majú na výber. Buď pripustia posilnenie domáceho kurzu voči svetovej rezervnej mene, čo zníži cenovú konkurencieschopnosť domácich, poväčšine dobre lobisticky organizovaných exportérov alebo tiež znížia úroky a začnú tvoriť nové zlé peniaze, aby udržali kurz svojej meny na nezmenenej úrovni. Americká výzva do expanzívneho tanga bola reakciou na prasknutie bubliny v roku 2000. Koniec mánie v akciách viedol k ekonomickému spomaleniu vo vyspelých krajinách. K rozhodnutiu ECB dupnúť na monetárny plyn prispel aj tlak krajín najsilnejších európskych krajín – Nemecka, Francúzska a Talianska. Ich ekonomická situácia nebola ružová. Nemecko aj Taliansko<sup>612</sup> boli v recesii a živú vodu Európskou centrálnou bankou vybavených lacných úverov potrebovali ako soľ. ECB podobne ako Fed spustila po roku 2001 stimuláciu ekonomiky tlačiarňami. Nové zlé peniaze komerčné banky premenili na úverové hody. Základnú úrokovú sadzbu ECB znížila zo 4,75% v máji 2001 na 2% v júni 2003 a na tejto nízkej úrovni ju ponechala až do decembra 2005. Efekt na peňažnú zásobu bol impozantný. Rast množstva peňazí<sup>613</sup> v Európe medzi januárom 2001 a januárom 2007 dosiahol 78%. Na porovnanie v USA, kde podobná expanzívna monetárna politika centrálnej banky nafúkla historickú bublinu v nehnuteľnostiach, narástla peňažná zásoba<sup>614</sup> „len“ o 51%. Rast peňažnej zásoby úverovaním ilustruje vývoj celkových aktív najväčších európskych komerčných bánk. Súvahy niektorých z nich ako španielskej Santander alebo francúzskej Credit Agricole narástli medzi rokmi 2000 a 2008 o 200 či 250%. Kým celkové aktíva desiatich najväčších európskych bánk boli v roku 2000 približne 6 000 miliárd eur, v roku 2008 to už bolo vyše



17 000 miliárd. Centrálnou bankou živené dlhy, a tým aj banky, ktoré ich vyrábali, rástli omnoho rýchlejšie ako zvyšok ekonomiky. Pred zavedením eura, ešte v roku 1998 boli aktíva bánk eurozóny iba niečo viac ako 2,2-násobok hrubého domáceho produktu menovej únie. V roku 2010 boli banky už 3,5-krát väčšie ako produkt celej ekonomiky.

Že to ECB s monetárnymi drogami pre ekonomiku prehнала, nie je len dojmom rakúskych ekonómov. Centrálna banka počas týchto rokov dokonca ignorovala vlastný cieľ na maximálny ročný 4,5-percentný rast peňažného agregátu M3, ktorý okrem samotných peňazí zahŕňa aj úvery. Túto hornú hranicu rastu objemu peňazí a úverov stanovila výkonná rada ECB ešte v decembri 1998<sup>615</sup> ako referenčnú hodnotu na vykonávanie monetárnej politiky orientovanej na stabilitu s primárnym cieľom dosiahnuť rast indexu spotrebiteľských cien o 2 a menej% ročne. Koncom roku 2001 agregát M3 rástol o viac než 10% a v roku 2007 medziročné tempo rastu dokonca presiahlo 12%. Komunikačný problém rozporu medzi deklarovaným strednodobým cieľom monetárnej politiky a realitou sa ECB rozhodla rozlúsknuť po svojom. V roku 2003 padlo rozhodnutie ďalej rast M3 voči referenčnej hodnote jeho ročného rastu neposudzovať.<sup>616</sup> Priemerný ročný rast medzi rokmi 2000 a 2011 nakoniec dosiahol 6,3%, pričom pod úroveň 4,5% sa mu po novembri 2000 nepodarilo dostať ani na jediný mesiac. Monetárna politika ECB bola od zavedenia eura až do roku 2007 expanzívna aj podľa monetárneho indexu sledovaného Európskou komisiou<sup>617</sup> a takzvaného Taylorovho pravidla.<sup>618</sup> Základný úrok držala ECB príliš nízko, súdiac aj podľa tzv. neutrálnej úrokovej miery, ktorá by zodpovedala reálnemu rastu ekonomiky v danom období. Podľa tohto pravidla by napríklad v roku 2005 nemala byť základná úroková sadzba v eurozóne 2%, ale minimálne 4%. ECB nafúkla dlhovú bublinu a následky monetárnej stimulácie sa jej vymkli z rúk. Rastúce objemy úverov v ekonomike ľudia mylne interpretovali ako rast bohatstva, čo viedlo k väčšej spotrebe a následnému rastu HDP. Domáci produkt sa používal ako dôkaz úspechu politického projektu novej meny. Pri vytvorení ilúzie bohatstva centrálnou bankou za pomoci zlých peňazí zvyknú robiť domácnosti, štáty a súkromní investori chyby. A tie v agregovaných číslach HDP nevidno až dovtedy, kým zlé umiestnenie kapitálu v ekonomike nezačne liečiť recesia. Na bubliny a kumuláciu mylných investícií následkom príliš expanzívnej monetárnej politiky už v roku 2006 upozorňoval napríklad nemecký ekonóm a kritik eura Joachim Starbatty,<sup>619</sup> ale dosahov prílišnej monetárnej expanzie sa obával aj bývalý hlavný ekonóm a jeden z hlavných autorov pravidiel na vykonávanie monetárnej politiky ECB Otmar Issing.<sup>620</sup>

Prasknutie bubliny v amerických nehnuteľnostiach spustilo reťazovú reakciu kolapsu bublín v Európe. Ilúzie vyprchali a eurozóna bojovala o prežitie spoločnej meny. Samotná Európska banka začala vzťah medzi ňou dirigovanou peňažnou zásobou a hrubým domácim produktom bližšie kriticky skúmať až po neslávnom konci monetárnej stimulácie. Podľa výskumu ECB vysoká korelácia medzi rastom

množstva peňazí a rastom HDP „vo všeobecnosti odzrkadľuje, že zmeny v množstve peňazí môžu viesť k zmenám v portfóliách súkromného sektora a vo výnosoch na finančných a reálnych aktívach, ktoré zase ovplyvňujú rozhodnutia o reálnych výdavkoch vzhľadom na nedokonalú substitúciu rozličných aktív“. <sup>621</sup> Tým potvrdila jadro rakúskej kritiky monetárnej stimulácie a jej deformačných efektov na produkčnú štruktúru. Peniaze nie sú neutrálne ani v krátkodobom, ani v dlhodobom horizonte tak, ako predpokladajú centrálni bankári. Škoda, že k takémuto zisteniu ECB dospela až po tom, ako jej vlastná politika vytvárania nových eur napáchala toľko škôd.

### **Keď veriteľ platí dlžníkovi – negatívne reálne úroky v periférii**

Pri vysvetľovaní krízových javov v Európe a priebehu eurokrízy však nestačí vedieť len to, že ECB to prehnela s tlačením. Dôležitý je aj proces distribúcie novovytvorených peňazí po menovej únii. To, kde a ako sa nové eurá do ekonomiky dostávali, určilo konkrétnu podobu bublín a koncentráciu investičných a spotrebiteľských chýb v jednotlivých regiónoch a sektoroch. Ekonomická heterogenita krajín menovej únie, proces ekonomického dobiehania krajín periférie a miera fiškálnej nezodpovednosti národných vlád pomáhajú popísať konkrétne detaily a charakter následkov úverovej bubliny živej ECB. Monetárna expanzia ECB po zavedení eura viedla k relatívnemu zníženiu úrokov v celej eurozóne. No niekde menej a niekde viac. V krajinách periférie prebiehal proces ekonomického dobiehania vyspelejších členov únie, čo znamenalo, že očakávané tempo miery ekonomického rastu, a tým aj výnosy tam boli vyššie ako vo zvyšku únie. Vyššie očakávané výnosy priťahovali investície zo zahraničia a úspory z vyspelejších členov únie. K výraznejšiemu relatívnemu poklesu úrokov práve na okrajoch únie prispelo aj to, že tieto krajiny omnoho viac profitovali z prístupu na väčšie kapitálové trhy, ktoré im euro zabezpečilo. Malosť, politická a fiškálna nestabilita, ktorá sa prejavovala aj vysokou infláciou, viedli v minulosti k tomu, že ich dlh nakupovala len obmedzená skupina špecializovaných investorov, čo znamenalo nízky dopyt a vysoké úroky. Vytvorenie väčšieho, likvidnejšieho finančného trhu vďaka euru sa okamžite prejavilo aj na ľahšom dlhopisovom financovaní podnikov. Emisia dlhopisov týchto krajín už rok po zavedení eura vzrástla o takmer 20%. <sup>622</sup> Silní veritelia zvyknú byť už pred manipuláciou úrokov naplno naúverovaní a nižšie úroky v ich prípade predstavujú len šetrenie nákladov. U rizikových veriteľov však zníženie úrokov v ekonomike prinesie nové možnosti realizácie projektov vzhľadom na nové úvery, ku ktorým pri vyššej miere diskontu nemali prístup. Pri nafukovaní bublín, najmä európskej periférie, išlo o podobný efekt, aký bolo možné badať pri boome hypoték v USA. Najviac expandoval práve subprime sektor nízko bonitných dlžníkov s nízkym príjmom a zanedbateľným majetkom, ktorí sa nevedeli dovtedy k úverom dostať vôbec.

Pri hodnotení rizikovosti predpokladáme, že investície do súkromného sektora sú minimálne také riskantné ako pôžičky vláde krajiny, kde pôsobi. Keď chceme pochopiť, prečo je chemická fabrika v Španielsku rizikovejšia ako rovnako veľká, rovnako zadlžená fabrika s identickým sortimentom v Nemecku, nemôžeme ignorovať zrastenie osudu súkromného sektora so štátom. Štát zásadným spôsobom ovplyvňuje ekonomické prostredie a hlavne náklady podniku, ktorý v ňom sídli. Nezodpovedná fiškálna politika periférnych krajín automaticky zvyšuje riziko nesplácania dlhov všetkých domácností a firiem pôsobiacich v dosahu jej donucovacieho aparátu. Štát nemá vlastné zdroje, rozdať môže len to, čo zoberie ním ovládanému súkromnému sektoru. Ak sa vláde vo fiškálnej politike nedarí, vždy to nakoniec zaplatia firmy a domácnosti, ktorým vládne. V prípade suverénneho štátu v rámci únie, bez monetárnych alebo fiškálnych transferov, budú náklady spojené s vysokými deficitmi platiť práve súkromné subjekty cestou vyšších daní v budúcnosti. To znamená, že k bežným operačným a investičným nákladom španielskej chemičky musíte pripočítať dodatočných niekoľko desiatok percent nákladov v podobe budúcich vyšších daní. To automaticky znižuje ziskovosť firiem sídliacich v nezodpovednom štáte, a tým aj znižuje ich schopnosť splácať vlastné záväzky. Až na pár výnimiek v podobe veľkých nadnárodných gigantov so silnou medzinárodnou sieťou je preto pravidlom, že firmy nemávajú vyšší rating ako krajina, v ktorej sídli. To znamená, že firmy si požičiavajú za úroky, odvodené od úrokov na štátnych dlhopisoch.

Práve do rizikovejšej periférie s vyšším potenciálnym rastom prúdilo množstvo nových eur a ceny tu rástli rýchlejšie ako v ostatných krajinách eurozóny. Nízke nominálne úroky v kombinácii s vyššou cenovou infláciou viedli k záporným reálnym úrokom. Ex post (očistené o skutočnú cenovú infláciu) alebo ex ante (očistené o očakávanú cenovú infláciu) krátkodobé<sup>623</sup> reálne úroky klesali vo všetkých krajinách eurozóny už v očakávaní integrácie finančného trhu a zavedenia eura. Očakávaný stabilnejší a nižší rast cien a eliminácia kurzových rizík viedla k väčšej ochote veriteľov poskytovať úvery za nižšie ceny. V krajinách PIGS<sup>624</sup> bol tento pokles oproti zvyšku eurozóny výraznejší a pokračoval aj po začiatku fungovania jednotnej menovej únie. V roku 2005, šesť rokov po vzniku eura boli reálne úroky v PIGS krajinách už nulové alebo dokonca negatívne. Napríklad ex post reálne úroky v Španielsku boli v roku 2005 menej než -1%, a to napriek tomu, že španielsky HDP rástol posledných 6 rokov priemerným ročným reálnym tempom 3,5%. Pritom ešte tri roky predtým než bolo jasné, že v Španielsku sa tiež zavedie euro (1995), platili Španieli za krátkodobý úver reálny úrok 5%. Monetárna stimulácia v krajinách jadra bola výrazne slabšia, keďže reálne úroky tam boli v roku 2005 pozitívne. Rozdiely v reálnych úrokoch pretrvávali dlhodobo, čo dokazuje kumulatívny reálny výnos odvodený z reálnych úrokov za prvých sedem rokov fungovania menovej únie. V PIGS krajinách bol celkový úrok nasčítaný za tieto roky nulový, v Írsku a Grécku výrazne negatívny.<sup>625</sup> Vo zvyšku menovej únie bol za rovnaké obdobie kumulovaný úrok pozitívny, v Nemecku, Rakúsku a Fínsku dokonca presiahol 10%.<sup>626</sup>



## Reálne vs. nominálne úroky

So zisťovaním skutočných reálnych úrokov existuje jeden neprekonateľný metodologický problém. Na rozdiel od viditeľných, nominálnych úrokov sa nedajú priamo zistiť, a je nutné ich len odhadovať. Reálne úroky ekonómovia rozdeľujú na tzv. *ex ante* a *ex post*. Odhad *ex ante* sa robí odčítaním očakávanej cenovej inflácie v danom roku od nominálnych úrokových sadzieb. Predpovedaná zmena cien nie je objektívne pozorovateľnou ekonomickou veličinou, ale subjektívnym odhadom, zisťovaným z dotazníkov expertov, odhadom na základe ekonomických modelov alebo sa nepriamo odvodzuje z trhových cien niektorých finančných nástrojov. *Ex post* reálny úrok sa zisťuje odčítaním skutočnej zmeny cenách za daný rok od nominálnych úrokov v ekonomike. Ako ukazovateľ cenovej inflácie sa používa index spotrebiteľských cien, cien výrobcov alebo deflátor HDP.

Negatívne *ex post* reálne úroky znamenajú, že nominálne úroky boli vzhľadom na rastúce ceny v ekonomike natoľko nízke, že veriteľ na poskytnutom úvere stratil. Za vrátené peniaze si bez ohľadu na utŕžený nominálny úrok kúpi menej statkov, než by si mohol, keby úver neposkytol. Naopak dlžník bezpráčne zarobil, keďže s vykrytím úroku spojeného s pôžičkou mu pomohol rast cien v ekonomike. Bez nutnosti podnikat' či produkovať hodnoty zarobil. Stačilo požičať si, nakúpiť statky, počkať, predať ich a splatiť úver. V takomto prostredí je dlžník odmeňovaný za to, že si berie úver. Napriek identickým nominálnym úrokom sa výsledný reálny úrok mení od človeka k človeku. Nikto ne-nakupuje čisto spotrebný kôš, na základe ktorého sa určuje cenová inflácia, a ľudia sa líšia v zložení spotreby a investičnom správaní. Ľudia preto čelia rôznym mieram cenovej inflácie, čo pri podobných nominálnych úrokoch panujúcich v celej ekonomike vedie k rozmanitými reálnym úrokom.

---

## Úroky podľa potrieb, nie zásluh - ako ECB budovala mýtus o nízkom riziku na gréckych dlhopisoch

Pokles úrokov pre krajiny PIGS nepriniesla iba zmena v ich riziku. Na to úroky padli príliš rýchlo. Grécka história, plná nepríjemných prekvapení pre veriteľov, nebola vymazaná preto, lebo krajina vstúpila do menovej únie. Ani zo Španielska sa z roka na rok nestalo Nemecko len preto, lebo obe krajiny začali používať rovnakú menu. Poklesu úrokov periférie pomohla aj integrácia finančného trhu a získa-

nie prístupu relatívne malých krajín k dodatočnej likvidite obrovského spoločného kapitálového trhu či odstránenie rizika kurzových výkyvov. No veľkú časť priniesla už popísaná implicitná garancia dlhov PIIGS silnejšími členmi eurozóny. Riziko fiškálnych problémov krajiny, ktoré sa doteraz odzrkadľovalo v rozdielnej inflačnej či kurzovej úrokovej prirážke, nezaniklo, iba sa prenieslo do vyššej pravdepodobnosti bankrotu. Tá sa však na vyšších úrokoch pre tieto krajiny príliš neprejavila, vzhľadom na predpoklad, že toto riziko sa nakoniec aj tak rozloží na ostatných členov družstva. Silnejšie krajiny únie vďaka novému usporiadaniu menových záležitostí začali poskytnutím svojho kreditného ratingu únii dotovať investície a spotrebu v periférii.

Kľúčom na vznik takéhoto poistenia pre rizikovejších dlžníkov v eurozóne a vytvorenie presvedčenie súkromných trhov, že môžu bez obáv nakupovať grécke, španielske či írske dlhopisy, bola činnosť Európskej centrálnej banky.<sup>627</sup> V súlade s politickým záujmom vytvoriť zdanie európskej menovej únie ako homogénneho ekonomického celku, ekonomicky neracionálne nerozlišovala medzi dlhopismi jednotlivých členov. Pri úverovaní komerčných bánk jej boli grécke dlhopisy rovnako dobré ako nemecké, napriek neporovnateľne vyššej pravdepodobnosti bankrotu zadlženejšieho a ekonomicky slabšieho Grécka. Namiesto uplatnenia väčšieho haircutu na grécke dlhopisy ECB aktívne vytvárala v eurozóne vieru, že dlhy všetkých členov sú garantované rovnako, a nie je dôvod rozlišovať medzi jednotlivými emitentmi. Ak by sa centrálna banka správala ako trhovú inštitúcia, musela by vzhľadom na nelichotivú grécku fiškálnu zodpovednosť, pri predložení gréckych dlhopisov vyžadovať diskont vo výške niekoľkých desiatok percent. Napríklad za zloženie 1 milióna gréckych dlhopisov by si komerčná banka mohla od nej požičať iba 600-tisíc eur. Existencia možnosti zložiť dlhopisy periférie v ECB, a v objeme jedna k jednej si za základnú sadzbu požičať nové eurá, výrazne zvýšila dopyt finančného sektora práve po dlhopisoch slabších členov, a tým znížila tamojšie relatívne úroky. Tieto dlhopisy ponúkali stále ešte o niečo vyšší úrokový výnos ako napríklad nemecké a predstavovali tak možnosť zaujímavejšieho zisku ako na dlhopisoch silnejších krajín pri identickom riziku. Komerčné banky ochotne nakupovali nové a nové dlhopisy od politikov v periférii. Grécki politici tak de facto svojimi emisiami nového štátneho dlhu a ich predajom ochotným komerčným bankám nepriamo vytvárali v menovej únii nové eurá. ECB akceptovaním nezaplateného rizika na svojej súvahe dotovala nízke úroky a rast dlhu práve v krajinách PIIGS. Medzi rizikom jednotlivých členov eurozóny nerozlišoval ani medzinárodný súbor pravidiel regulácie komerčných bánk BASEL II. Pri výpočte kapitálovej primeranosti považoval regulátor grécke dlhopisy za ekvivalent hotovosti, bezrizikové aktívum, oproti ktorému netreba držať žiadny vlastný kapitál. Takáto regulácia umelo znižovala náklady na držanie dlhopisov rizikovejších členov menovej únie, a tiež podporovala dopyt po nich. Absurdné je, že nulové váhy na štátne dlhopisy zostali aj v novom, pokrízovom súbore regulačných

pravidiel Basel III. Regulátor jednoducho nevie prestať s umelou podporou dopytu po štátnom dlhu ani po tom, ako jeho praktika pomohla rozvrátiť bankový kartel, za ktorý je zodpovedný.

### Anatómia bublín z bublifuku ECB – Španielsko

Zhubné efekty rýchleho rastu množstva peňazí na kumuláciu mylných investícií a deformácie produkčnej štruktúry ekonomiky boli v periférii výrazne intenzívnejšie ako v jadre. Napriek rovnakej monetárnej politike v podobe jednotnej základnej úrokovej sadzby ECB a len mierne odlišným nominálnym úrokom v jednotlivých ekonomikách. Kým krajinám jadra zníženie úrokov ECB mierne stimulovalo ekonomiku, krajiny periférie boli monetárnymi drogami predávkované. Rast úverov tu bol násobne väčší. Kým v Nemecku medzi rokmi 1998 a 2005 narástli úvery súkromnej sfére o 11%, v Írsku to bolo 277%, Grécku 222% a Španielsku 190%. Dlh súkromného sektora medzi rokmi 1999 a 2010 v Nemecku mierne klesol – zo 128% HDP na 127, v krajinách periférie naopak vyskočil na dvojnásobné hodnoty. V Grécku z 50 na 125%, v Írsku zo 150 na 315% a v Španielsku z 97 na 226% HDP.<sup>629</sup> Na porovnanie, na Slovensku, ktoré sa v tomto období tiež dynamicky rozvíjalo a dobiehalo okolitú Európu, vstúpilo do EÚ a NATO, podstúpilo dôležité reformy, no nedostávalo monetárne drogy z ECB, narástol súkromný dlh z 60% z pokrízového roku 1999 len na 73% v roku 2010. Zadlženie samotných domácností narástlo len za tri roky najintenzívnejšej monetárnej stimulácie ECB (2002 – 2005) v Grécku o 15, v Španielsku o vyše 20 a v Írsku až o 30% HDP. Pritom eurozóne ako celku narástol dlh domácností za toto obdobie o 7% HDP a v Nemecku v tom istom období klesol o 2 percentuálne body. Dnes, po prasknutí bublín v cenách nehnuteľností Španielska či Írska už nikoho neprekvapí, že najrýchlejšie z úverov domácnostiam v periférii rástli práve úvery na nákup nehnuteľností. S výnimkou Grécka, kde dostala prednosť spotreba.

Do periférie nesmerovali len novovytvorené zlé peniaze, ale aj existujúce úspory z krajín jadra. Napríklad nemecké úspory na účtoch v bankách mohli vďaka euru cestou integrovaného medzibankového trhu financovať výstavbu rezidenčných nehnuteľností v Španielsku. Prítok množstva nových peňazí vedie k mylným investičným rozhodnutiam a zlej alokácii kapitálu. Relatívne vyšší rast cien aktív vedie k prílišnému investičnému nadšeniu, špekuláciám na dlh a vzniku bublín. Bublíny potešili nielen súkromný sektor, ale viedli aj k tučným príjmom štátov z daní a odvodov z vysokých miezd, z rastu cien aktív a zvýšenej ekonomickej aktivity. Vlády aj domácnosti v periférii mýľali, ako keby nebolo zajtrajška. Ilúzia bohatstva sa tak prejavila aj na deficitoch bežných účtov obchodných bilancií periférnych krajín, ktoré presiahli 5% HDP. Investičný a špekulatívny ošiaľ bolo možné pozorovať v Írskom finančnom sektore alebo na trhu španielskych nehnuteľností. V Španielsku



sa medzi rokmi 1997 – 2006 postavilo ročne v priemere 675 000 obytných jednotiek, čo je viac než dohromady vo Francúzsku, v Nemecku a v Spojenom kráľovstve, ktoré majú spolu viac ako 4-násobok obyvateľov.<sup>630</sup> Niet sa čo čudovať, španielsky stavebník musel po šokujúcom páde úrokov v priebehu niekoľkých rokov vidieť zrazu okolo seba nekonečno vysoko ziskových investičných príležitostí. Či budúce príjmy z nehnuteľností diskontujete reálnym úrokom 2% alebo 10%, spraví v kalkulácii potenciálneho zisku obrovský rozdiel. Kým počas vrcholiaceho stavebného boomu sa v roku 2009 postavilo na Slovensku 3,7 nového obydla na 1 000 obyvateľov, v Španielsku to v roku 2006 bolo 14,6.<sup>631</sup> Takýto nevídaný stavebný ošiaľ sa niektorí ľudia snažili racionalizovať poukazovaním na to, že v Španielsku medzi rokmi 2000 a 2008 narástla populácia zo 41 na 46 miliónov. K zvýšenému dopytu a rastu cien malo prispieť aj rastúce množstvo cudzincov, napríklad vyše milión Britov, ktorí si v Španielsku začali nakupovať druhé domy vďaka priblíženiu tejto destinácie novými leteckými linkami nízkonákladových leteckých spoločností. O racionálne argumenty zdôvodňujúce rast cien nie je núdza pri žiadnej bubline. Bublina v cenách majú vždy zdravý a racionálny základ, ktorému ale ilúzie vyvolané monetárnou stimuláciou dovoľia prerásť do chorých rozmerov. Španielsko potrebovalo investície do rezidenčných a komerčných nehnuteľností, ktoré by nasýtili nový dopyt vyplývajúci z dobiehania bohatších krajín, turizmu a imigrácie z krajín Južnej Ameriky, no určite nie takú záplavu nových projektov, akej sa dočkalo. Nepochopiteľnú koncentráciu na sektor, produkujúci vo svojej podstate spotrebné statky bez potenciálu generovať budúci hospodársky rast, ilustrujú čísla z roku 2007 bezprostredne pred prasknutím bubliny. Stavebný priemysel vtedy zamestnával až 14% všetkých španielskych zamestnancov a produkoval 16% HDP. Ak zahrnieme aj sektory napojené na stavebníctvo, dostaneme sa až na štvrtinu produktu a zamestnanosti tejto ekonomiky.<sup>632</sup> Absurdné rozmery španielskej realitnej bubliny ukazuje porovnanie s USA, kde tiež došlo k nafúknutiu tohto sektora nadprodukciou peňazí. Po vytriezvení, ktoré priniesla finančná kríza, bolo v Španielsku porovnateľné množstvo neobývaných rezidenčných nehnuteľností ako v Amerike, kde žije takmer sedemkrát viac ľudí. V Španielsku je dnes najviac domov a bytov na jedného obyvateľa na svete. V roku 2008 tam pripadalo na jedno obydle iba 1,83 človeka. Na porovnanie na Slovensku to bolo 3,1 hlavy na jeden byt či dom.<sup>633</sup>

### ... a Írsko

Ceny domov rýchlo rástli a následne skolabovali aj v Írsku. Rovnako ako v prípade Španielska označenie bublina nepopiera prítomnosť reálnych ekonomických dôvodov na rast cien a zvýšené investície v sektore na začiatku tohto vývoja. Hospodársky rast, nízke dane, anglicky hovoriace obyvateľstvo umožnili príchod mno-

hých nových firiem a obrat dlhodobého nepriaznivého emigračného trendu. Íri prestali utekať zo svojej krajiny, naopak do krajiny začalo prúdiť množstvo imigrantov. Títo ľudia potrebovali niekde bývať, žiť a pracovať. Ešte na prelome tisícročí malo Írsko najmenej nehnuteľností na obyvateľa v eurozóne. Rast investícií v stavebníctve a rast cien v rezidenčných a komerčných nehnuteľnostiach mali teda aj tu svoje ekonomické opodstatnenie, na ktorom sa mohla následná bublina naplno rozvinúť. Presah investícií nad ekonomicky opodstatnenú úroveň umožnila manipulácia cien úverov ECB. Nízke úroky umožnili postaviť developerský projekt v Dubline bez toho, že by niekto iný niekde inde musel rovnaké množstvo kapitálu ušetriť na nižšej spotrebe alebo na iných investíciách. ECB umožnila vytvorenie finančného kapitálu z ničoho v bankovom sektore. Ani po stej investícii do nehnuteľností hranične nerástli úroky tak, ako by sa to dialo na nemanipulovanom trhu. Postupný rast úrokov, priamo úmerný zápalu investorov pre novú tutovku na zbohatnutie, by automaticky a prirodzene tlmil investičné nadšenie a príliv nových zdrojov do bublajúceho sektora. Reálne úroky na voľnom trhu by rástli buď cez ich nominálny rast alebo cez pokles iných cien v ekonomike. Pri stabilnom množstve peňazí by na to, aby rástli ceny nehnuteľností, museli iné ceny v ekonomike klesať. Takýto rýchlo zväčšujúci sa rozdiel vo vývoji relatívnych cien v rôznych častiach ekonomiky by čoraz viac vďaka klesajúcim cenám vstupov zvyšoval výnos a atraktivitu v nebublinových sektoroch. Paradoxom monetárnej stimulácie a jej nerovnomerných efektov naprieč úniou bolo, že hlavní strojcovia vytvárania zárodkov budúcich ekonomických katastrof nemali ani tušenie o tom, čo robia. Štátni ekonómovia nezaslúžene nízke úroky pre perifériu dokonca propagovali ako jednu z hlavných výhod zavedenia eura. *„Euro okamžite zdedilo výnosovú krivku najstabilnejších mien, čo viedlo k tomu, že 12 krajínám a 300 miliónom občanov boli ponúknuté také nízke trhové úroky, ako dovtedy panovali iba v pár krajinách. To je hlavným úspechom eura, ktorý je však bohužiaľ často podceňovaný,”* povedal vtedajší prezident ECB Jean-Claude Trichet v roku 2004.<sup>634</sup> Len o pár rokov neskôr už bolo badať prvé črty monštra, ktorého zrod umožnili sociálni inžinieri. V roku 2006 sa následkov prehnanej monetárnej stimulácie začali obávať aj samotní ekonómovia Európskej komisie. Naivne však dúfali, že riziká prasknutia vytvorených bublín zažehná múdra fiškálna politika členov, ktorých sa tieto problémy týkajú. *„O tom, že (v Španielsku, pozn. autor) monetárne podmienky prispeli k silnému rastu domáceho dopytu a v prepojení na hospodársky cyklus aj k rastu deficitov bežného účtu, niet pochyb. V tomto kontexte sa domáca fiškálna politika stáva kľúčovým nástrojom v záujme zachovania makroekonomickej stability,”* píše sa v správe Európskej komisie.<sup>635</sup> Následkom budovateľskej politiky Úroky podľa potrieb a nie podľa zásluh! sa však vtedy už nedalo vyhnúť.

## Čierni pasažieri v eurovlaku

Implicitná garancia a monetárna politika ECB vytvorili v eurozóne problém spoločnej pastviny.<sup>636</sup> Aby grécky politik bezstarostne nemíňal na dlh, ktorý nakoniec zaplatí nemecký daňový poplatník, mal zabezpečiť Pakt stability a rastu. Táto dohoda mala plniť funkciu policajta, ktorý bude v menovej únii trestať fiškálnych čiernych pasažierov. T. j. vlády, ktoré míňajú viac, než vyberú na daniach, a tento rozdiel si nechávajú prefinancovať s využitím spoločnej dobrej povesti únie ako celku a rastom množstva nových eur.

Nastavenie fungovania eurozóny umožňovalo, aby výnosy takéhoto správania pripadli krajine, kam smerovali verejné výdavky, pričom náklady v podobe rastúcich cien a budúcich splátok spoločného dlhu sa rozdelili na všetky krajiny menovej únie. Problém fiškálneho čierneho pasažierstva bude o to horší, čím viac členov bude menová únia obsahovať. Zároveň čím je krajina v menovej únii menšia a zadlženejšia, tým je pravdepodobnejšie, že bude spoločnú špajzu viac zneužívať na ďalší rast dlhu. Takej krajine sa fiškálne čierne pasažierstvo najviac oplatí, keďže na ostatných môže prehodiť relatívne veľkú časť nákladov tohto správania.<sup>637</sup> Táto vrodená chyba eurozóny bola zrejmá už pred vytlačením prvej eurobankovky. Problém morálneho hazardu vyplývajúceho zo zdieľania meny bez centrálnej kontroly verejných výdavkov bol známy aj samotným architektom eurozóny,<sup>638</sup> no tí verili v efektívnu prevenciu vytvoreného Paktu stability a rastu. Americký ekonóm Christopher Sims,<sup>639</sup> nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu z roku 2011, problém popísal v roku 1999 takto: *„Politika eliminácie úrokových rozdielov naprieč krajinami je však ekvivalentom politiky ochotnej akceptácie dlhu vydaného fiškálne expanzívnymi krajinami. Pri takejto politike sú výnosy pre krajinu, ktorá tvorí fiškálne deficity, nekryté budúcimi daňovými príjmami, vyššie ako pre krajinu, ktorá nie je v menovej únii. Izolovaná krajina musí plne čeliť inflačným následkom svojej nekrytej fiškálnej expanzie. No člen EMÚ rozloží tieto inflačné následky na svojich EMÚ partnerov, a ak nebude následne donútený odstrániť efekty pôvodnej fiškálnej expanzie neskoršou fiškálnou kontrakciou, potom získa trvalý nárast bohatstva na úkor ostatných členov EMÚ.“* Sims správne odhadol<sup>640</sup> aj budúcu impotenciu vytvoreného európskeho fiškálneho policajta, v snahe donútiť krajiny k fiškálnej zodpovednosti. Predpovedal, že krajina, ktorá pravidlá paktu poruší, bude tak či onak vo veľkých ekonomických problémoch, a preto bude mať veľmi presvedčivé výhovorky na to, prečo ju ešte viac nezaťaží finančnou pokutou alebo povinnosťou zložiť neúročený vklad vyplývajúcou z textu dohody. Presne takéto boli argumenty Nemecka, keď v roku 2004 s podporou Francúzska pakt de facto pochovali odpustením pokút.





### Pakt stability a rastu - ani rast, ani stabilita

Za automatizmus v udeľovaných pokutách pri tvorbe finálnej podoby Paktu najhúževnatejšie bojovali Nemci. Motivovala ich obava z fiškálnej nezodpovednosti členov živená nesúhlasom väčšiny Nemcov s pohrebom nemeckej marky. Automatickými nakoniec neboli sankcie, ale iba „proces nadmerného deficitu“, ktorý bol nasledovaný rokovaniami členov o treste za porušenie pravidiel v konkrétnom prípade. Automatickú paľbu na narušiteľa fiškálnych hraníc strategicky predvídavo zastavili Francúzi. „Čo sme však nechceli akceptovať, bol automatizmus, ktorý si na začiatku priali Nemci. Ten už neexistuje,“ vyhlásil francúzsky prezident Jacques Chirac na tlačovke po zasadaní Európskej rady ku finálnej podobe Paktu v decembri 1996.<sup>641</sup> Ani automatické pokuty by však eurozónu pred predĺženými krajinami neuchránili. Je nepredstaviteľné, že politici, ktorí musia robiť nepopulárne škrtý vo verejných financiách, budú ešte posielat pokuty do spoločného európskeho rozpočtu. Pokuta problematický deficit len zvýši a bude zaplatená z vyšších daní a nižších dôchodkov voličov. Zafažovanie domáceho obyvateľstva pokutami z cudziny v zlých časoch neznie ako návod na politickú stabilitu únie. Pravdepodobnejšie sa zdá vydieranie zvyšku únie vystúpením zo spolku v prípade, že ostatní členovia neprižmúria oko a na trestanie zabudnú.

Krajiny menovej únie rýchlo pochopili, že Pakt stability a rastu nebude prísny. Išlo skôr o public relations cvičenie slúžiace na presvedčenie skeptických Nemcov, že talianska politická trieda si konečne vstúpi do svedomia a v spoločnej

menovej úni sa bude správať fiškálne zodpovedne. Samotný predseda Európskej komisie Romano Prodi ho ešte v roku 2002 označil za „hlúpe pravidlá“.<sup>642</sup> A krajiny hlúpe pravidlá opakovane a bez následkov od vzniku eura porušovali. Každoročné programy stability, ktoré mali vytýčiť žiaduce fiškálne ciele, procedúra nadmerného deficitu, do ktorej sa dostali krajiny neplniace fiškálne domáce úlohy, a hroziaci nútený finančný vklad krajiny vo výške 0,2% jej HDP, ktorý sa neskôr mohol zmeniť na pokutu, neboli dostačujúcou hrozbou. Mnohé krajiny s cieľom naplniť literu paktu, no zároveň sa príliš neobmedzovať vo výdavkoch, využívali v štátnom účtovníctve fiškálne blafy, podvody a revízie. Plastickú chirurgiu na ukazovateľoch finančného stavu štátu nepáchali len grécki politici a ich úradníci. Podivné predaje zlata centrálnymi bankami, prehodnocovanie zahraničných rezerv, presúvanie daňových príjmov v čase, podhodnocovanie uverov na podporu exportu, nedobytné pohľadávky na daniach a odvodoch v oficiálnych daňových príjmoch, maskovanie kapitálových injekcií do chronicky stratových štátnych podnikov, nadhodnocovanie privatizačných príjmov vyčleňovanie predĺžených subjektov ako diaľničné spoločnosti či nemocnice z verejnej sfery, PPP projekty, machinácie so štátnymi dlhopismi medzi jednotlivými subjektmi verejnej sfery, optické znižovanie výdavkov či nafukovanie príjmov – to sú všetko reálne, Eurostatom odhalené a zdokumentované príklady kreatívneho účtovníctva zo života členov eurozóny.<sup>643</sup> Ak by boli o zistené chyby v účtovníctve upravené deficity verejných financií, museli by byť napríklad iba v jednom roku 2003 zvýšené deficity Belgicka o 1,9%, Grécka o 2,8%, Talianska o 1,7%, Portugalska o 2,3% a Španielska o 0,3% HDP.<sup>644</sup>

### Slovenské skúsenosti s manipuláciou ekonomických indikátorov

*S tým, ako účtovne pomôcť šťastiu pri plnení pravidiel eurozóny, máme kopy skúseností aj na Slovensku. Pred zavedením eura to vyzeralo na problémy so splnením inflačného cieľa. Slovensko sa až do druhej polovice roku 2007 s infláciou nachádzalo výrazne nad maastrichtským kritériom. Je nutné dodať, že z ekonomického hľadiska rovnako nezmyselným, ako sú ostatné kritériá. Cenová inflácia v krajine snažiacej sa o vstup do menovej únie sa porovnávala s priemerom cenovej inflácie troch krajín s najnižším rastom cien v Európskej únii bez ohľadu na to, či sú alebo nie sú aj v eurozóne. Vtedajší premiér slovenskej vlády Róbert Fico na riešenie problému použil variáciu slovinského úskoku. Slovinská vláda tiež v snahe pred zavedením eura opticky splniť inflačné kritérium znižovala spotrebné dane a zmrazila regulované ceny. Pomocou kontroly miezd v štátnej správe a doho-*

*dou s odbormi a zamestnávateľmi sa jej podarilo dočasne stlmiť aj rast miezd. Slovensko o niekoľko rokov neskôr aplikovalo odľahčenú verziu tejto taktiky. V roku 2007 štát znížil regulované ceny za vodu a zmrazil ceny elektriky pre domácnosti. V roku 2008 zmrazil ceny plynu a tepla.<sup>645</sup> Štát kontroloval aj rast miezd v štátnej sfére. Aby splnenie formálnych pravidiel nepokašľal súkromný sektor, premiér Róbert Fico sa začiatkom z hľadiska posudzovania plnenia kritérií kľúčového roku 2008 dohodol aj s jeho dôležitým predvolebným partnerom – odborármi, že nebudú tlačiť na rast miezd.<sup>646</sup> Odborárski predáci tak pred zavedením eura zastupovali namiesto záujmov zamestnancov záujmy vlády. Slovensko nakoniec v určujúcom roku inflačné kritérium formálne splnilo. Napriek obavám ECB<sup>647</sup> a Európskej komisie<sup>648</sup> o udržateľnosť nízkej inflácie a „významným rizikám“ budúcej vyššej inflácie, členstvo v menovej únii získalo. Radikálnemu poskočeniu inflácie vysoko nad maastrichtské kritérium hneď po zavedení eura, ku ktorému došlo v Slovinsku, zabránili v prípade Slovenska deflačné tlaky vyvolané finančnou krízou v kombinácii s relatívne silným konverzným kurzom.*

Ani kreatívne účtovníctvo, triky a blufy štátom nepomohli. Členské krajiny eurozóny kritériá paktu porušovali neustále. Fiškálne ciele neplnili každý jeden rok od vzniku eura<sup>649</sup> a od roku 2004 bolo v procedúre nadmerného deficitu každý rok minimálne 5 krajín eurozóny. Arbitrárne zvolené fiškálne pravidlá v pakte, ktoré boli nastavené tak, aby pri 2-percentnej cenovej inflácii, 3-percentnom reálnom raste HDP a 3-percentnom deficite verejných financií zostal štátny dlh stabilizovaný na úrovni 60% HDP do nekonečna, netreba fetišizovať. Ako sa ukázalo, aj krajiny, ktoré tieto pravidlá plnili, sa nakoniec mohli dostať do neriešiteľných dlhových problémov. Potvrdilo sa, že v dobrých časoch nie je zodpovednou fiškálnou politikou nízky deficit, ale prebytkový alebo minimálne vyrovnaný rozpočet. Napriek nezmyselnosti zvolených fiškálnych pravidiel však každá menová únia fiškálne suverénnych krajín, ktorá implicitne garantuje dlhy svojich členov, aspoň nejaké fungujúce obmedzenia na lokálne výdavky nevyhnutne potrebuje. To, že európskeho policajta zostrelí práve Nemecko, čakal málokto. Smrteľnú ranu dostal pakt v novembri 2003. Európska rada sa rozhodla nevalidiť procedúru nadmerného deficitu na Francúzsko a na Nemecko, ktoré prekračovali maximálny povolený deficit a fungovanie tohto inštitútu pozastavila.<sup>650</sup> Takáto interpretácia zmlúv rozčúlila Írsko, Španielsko a Portugalsko, ktoré bolestivo znižovali verejné výdavky, aby ich deficity dosiahli stanovené hodnoty. Najneskôr vtedy si všetky členské krajiny menovej únie uvedomili, že policajt strážiaci spoločnú špajzu je len strašiak natlačený slamou. Hostina s nekrytými verejnými výdavkami sa rozbehla v jednotlivých kra-



jinách na ešte väčšie otáčky. Pravidlá síce existovali, no boli všeobecne ignorované. Nemecký kancelár Helmut Kohl, ktorý euro pre Nemecko vyrokoval, označil to, že práve výnimka Nemecku pomohla pochovať zvyšky fiškálnej zdržanlivosti v eurozóne, za „ozajstnú hanbu“.<sup>651</sup>

Rozhodnutie Rady, týkajúce sa Nemecka a Francúzska, bolo neskôr Európskym súdnym dvorom anulované, no signál o tom, čo si o pakte myslia najsilnejšie krajiny únie, už bol vyslaný. Dôstojnosť mala tejto dohode prinavrátiť reforma paktu v roku 2005. Namiesto sprísnenia pravidiel a efektívnejších trestov ho však ešte väčšmi oslabil napríklad pridaním „dlhodobého ekonomického spomalenia“ medzi opodstatnené výnimky, keď možno pozastaviť platnosť procedúry nadmerného deficitu. Do kritérií sa dostalo viac arbitrárnosti a subjektívneho posudzovania individuálnej ekonomickej situácie krajiny, čo umožnilo ešte ľahšie odpúšťanie a odkladanie korekčných opatrení v členských krajinách. O tom, aká úspešná bola reformná snaha, hovorí skutočnosť, že v roku 2012 sa v procedúre nadmerného deficitu nachádzali s výnimkou Fínska, Estónska a Luxemburska všetky krajiny eurozóny.<sup>652</sup> Kritérium na dlh a na deficit v pokrízových rokoch dokonca neplnila ani eurozóna ako celok. Za celú históriu existencie Paktu stability a rastu, napriek neustálemu porušovaniu stanovených fiškálnych pravidiel, ešte žiadna krajina v eurozóne nedostala pokutu. Ak krajiny, ktoré majú byť trestané, samy o treste hlasujú, potom sa niet čomu čudovať.

## Slovensko a euro – prví, ale v zlom rade

### EURO PRICHÁDZA

*Euroooo*

*Môžete platiť, Rómovia, novou menou.*

*Môžete si zaspievať so mnou.*

*Euroooo*

*Idú si Rómovia po peniaze. Rómovia*

*dostávajú nové peniaze.*

*Euroooo*

*Európa nám dáva menu. Euro prichádza.*

*Euro prichádza k nám. Šírte to, Rómovia,*

*všade doma. V januári nastane tá zmena.*

*Sila je v každom z nás. Euro prichádza do našej krajiny.*

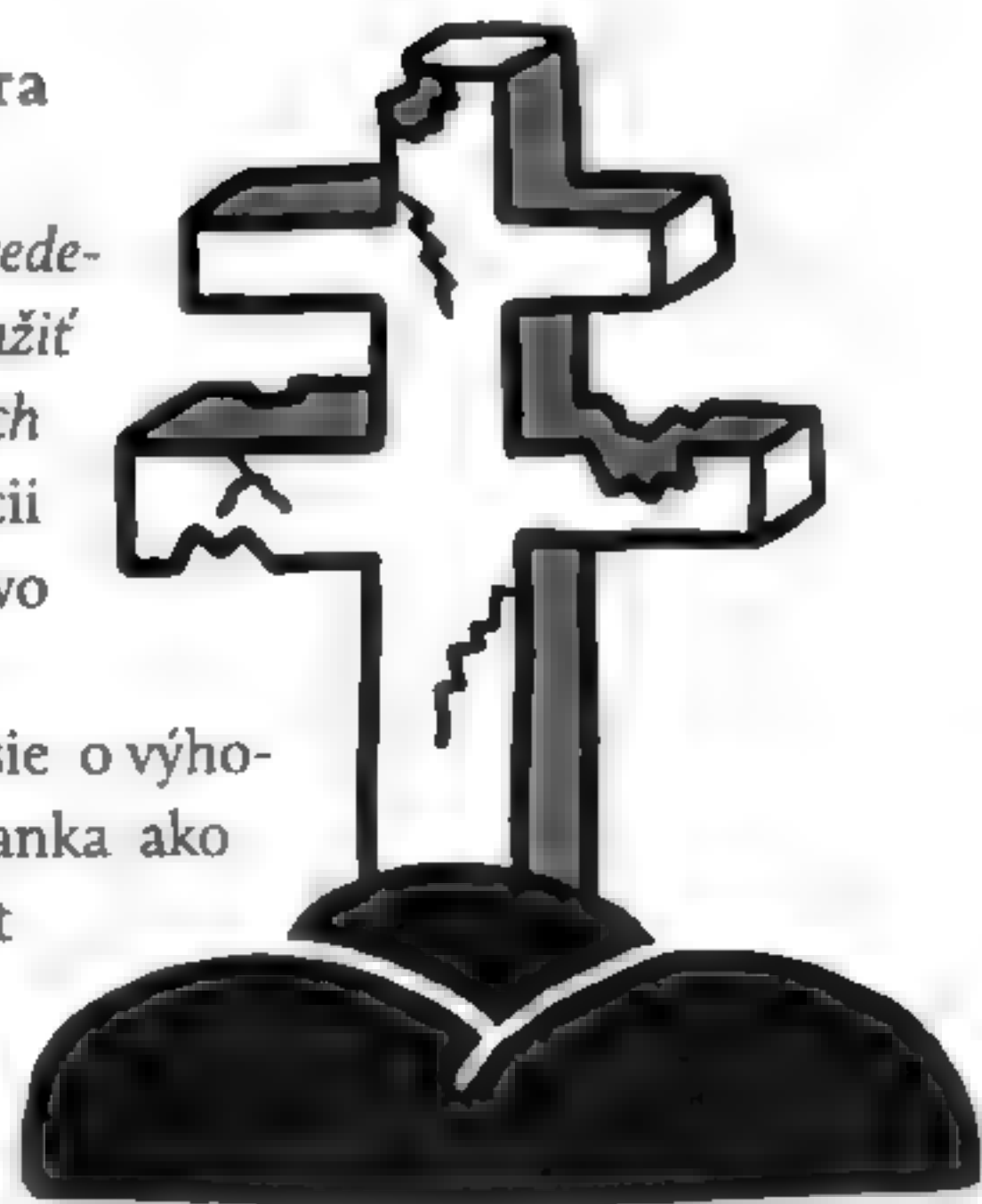
~ Preklad rómskej euro-propagandistickej pesničky v rámci prípravy zavádzania eura na Slovensku. Pesničku na 20 000 cédečkách štát prostredníctvom terénnych pracovníkov distribuoval do rómskych osád.<sup>653</sup>

## Keď ide karta

Do eurozóny sa Slováci tešili. Ľudia mali po búrlivých deväťdesiatych rokoch intímnu skúsenosť s tým, ako dokážu lokálni politici sprziť menu. Po rozdelení Československa v roku 1993 vznikla samostatná centrálna banka, ktorej to politici príliš neľahčovali. Snaha o obmedzenie financovania výdavkov štátu tlačiarňami v centrálnej banke existovala. *„Otázku priameho financovania vlády som pri pripravovaní zákona o NBS považoval za kľúčovú. Bolo definované, že financovanie vlády národnou bankou bude obmedzené na päť percent minuloročných príjmov štátneho rozpočtu. Ak si vláda potrebovala požičať viac, musela ísť na trh. A ak jej trh nedôveroval, tie peniaze nezískali. ...Nedostatok hodnôt sa nedá riešiť tlačením peňazí. (...) treba presvedčiť politikov,*“ povedal o tomto období vtedajší guvernér Národnej banky Slovenska Vladimír Masár.<sup>654</sup> Politickou triedou humpľované verejné financie a vykrádanie bánk cez nenávratné úvery kamarátom prezlečených za „slovenských kapitalistov“ neboli najlepším vysvedčením slovenských schopností spravovať samostatnú korunu. Vyvrcholenie prišlo v podobe menovej krízy, ktorá sa skončila úverom z Medzinárodného menového fondu. Vysoká cenová inflácia, presahujúca v niektorých rokoch 20%, lásku k národnej mene tiež neposilnila. Verejnosť bola po prelome tisícročí viac než pripravená na experiment s inou, väčšou politickou menou. Ľudia boli presvedčení, že peniaze, ktoré sú dosť dobré pre Nemca, nemôžu byť horšou voľbou než slovenská koruna. Euro malo na Slovensku aj lokálnu, špecifickú symboliku. Malo byť posledným krokom zavŕšenia úspešného reformného a integračného obdobia z prelomu tisícročí. Po tom, ako bol Vladimír Mečiar v roku 1998 konečne odídený, sa dvom vládam Mikuláša Dzurindu podarilo reštrukturalizovať vykradnuté banky, reformovať trh práce a znížiť dane. „Čiernu dieru Európy“, kde štátna tajná služba kontrolovaná vládou uniesla prezidentovho syna, dostali do NATO a Európskej únie, nové investície znížili nezamestnanosť. Výsledkom bol skokovitý rast ekonomiky dobiehajúcej zameškané. Euro malo byť vyvrcholením politicko-ekonomických úspechov „tigra“ strednej Európy, o ktorých hovoril celý svet. No euro nepredstavovalo iba lákavý materiál pre vládnych politikov, chceli ho na Slovensku všetci. Opoziční politici, podnikatelia, ekonómovia aj obyčajný ľud. Okrem očakávania stabilnejšej meny, nižších transakčných nákladov pri obchodovaní so zahraničím a odstránenia nutnosti dať zarobiť šmelinárom pri výmene peňazí na hranici, hrala nezanedbateľnú úlohou prestíž a národná hrdosť. Konečne mohli byť Slováci, dovtedy zaostávajúci takmer v každom ekonomickom ukazovateli za susednými postkomunistickými krajinami, aj v niečom prví. A zavedením eura by sme konečne tromfli Čechov. Koncom roku 2005 slovenský minister financií Ivan Mikloš prekvapivo požiadal o zaradenie Slovenska do čakárne eurozóny, režimu fluktuácie kurzu meny v definovanom pásme voči euru – ERM II. Po dvoch rokoch, čo bol najkratší možný čas, a schválení Európskou komisiou bolo na Slovensku v januári 2009 zavedené euro.

## Analýza výnosov a výnosov zavedenia eura

„Keďže z pohľadu Slovenska výhody zo zavedenia eura výrazne prevýšia nevýhody, bude sa snažiť prijať euro čo najskôr po splnení maastrichtských kritérií.“ Národná banka Slovenska v publikácii Vplyv zavedenia eura na Slovenské hospodárstvo marec 2006.<sup>655</sup>



Nadšenie pre euro ovplyvnilo hĺbku diskusie o výhodách a nevýhodách. Bola biedna. Centrálna banka ako hniezdo najlepších štátnych ekonómov a garant odbornosti v diskusii o budúcej slovenskej mene príliš úsilie hľadaniu možných negatívnych scenárov a rizík nevenovala. Jej kreativita pri negatívach spojených so zavedením stačila akurát na poukázanie na vznik jednorazových nákladov pre štát a banky spojených s prechodom. Upozornila tiež na zrejmú stratu možnosti lokálnou monetárnou politikou zasahovať do hospodárskeho cyklu. Drobným problémom mohlo byť ešte prechodné zvýšenie cenovej inflácie po zavedení novej meny, čo ilustroval aj slovinský vstup. Rozmáhajúce sa fiškálne čierne pasažierstvo v menovej únii a nefungujúci Pakt stability a rastu NBS nepovažovala za bezprostredný problém. Napriek nemu môže menová únia bez problémov v jej vtedajšej podobe fungovať „niekoľko rokov až desaťročí“<sup>656</sup> a NBS verila v riešenie tohto problému „užšou politickou integráciou a lepšou koordináciou hospodárskych politik“ v dlhodobom horizonte.<sup>657</sup> A čo možné bubliny nafukované monetárnou politikou ECB? Od úverového boomu destabilizujúceho finančný systém, ktorý prehreje ekonomiku, mali Slovensko ochrániť: silné, zdravé a dobre spravované banky, flexibilný dopredu hľadiaci a na diagnostiku rizík orientovaný finančný dohľad, dobrý efektívne fungujúci právny rámec, dobrý mix monetárnej a fiškálnej politiky, obozretná mzdová politika na trhu práce a kvalitná štátna hospodárska stratégia v budovaní potenciálu pre udržateľný ekonomický rast.<sup>658</sup> Ako keby autori ani nežili na Slovensku. Vo výhodách mala NBS jasnejšie a neváhala ich kvantifikovať. Odstránenie transakčných nákladov pri eurových obchodoch malo priniesť 0,36% HDP ročne, ďalších 0,02% HDP prihodí zrušenie kurzového rizika. Bude vyššia transparentnosť cien, vďaka nižším úrokom klesnú náklady na kapitál, zvýši sa prílev priamych zahraničných investícií. Napriek tomu, že už pred eurom bolo Slovensko jednou z najviac otvorených ekonomík na svete, usilovne obchodujúcou s Európou a zvyškom sveta, euro malo podľa NBS zahraničný obchod ešte zintenzívniť, a to až o 30 – 90%. Síce nie hneď, ale do štyroch päťročí určite. To spolu so zahraničnými investíciami „v konečnom dôsledku zvýši HDP o 7 až 20%“. Po zavedení eura bol prílev priamych zahraničných investícií pomalší ako v rokoch



pred ním. V pomere k HDP dokonca nižší ako v korunovom Česku. O cenovú infláciu očistený objem dovozu aj vývozu rástol medziročne v štyroch rokoch pred zavedením eura rýchlejšie ako v štyroch rokoch po ňom, aj keď z priemeru vypustíme celý krízový rok 2009.<sup>659</sup> Pri menšom objeme zahraničných investícií zohrala svoju úlohu kríza, no ani to, že obchod nie je po zavedení eura badateľne intenzívnejší, nemôže byť prekvapením. Že iná mena nie je až takou dôležitou bariérou obchodovania, naznačovali už porovnania vývoja v rôznych častiach Európskej únie. Euro nemohlo byť ekonomickým spasením, keďže krajiny v EÚ, ktoré euro nezaviedli (Švédsko, Spojené kráľovstvo, Dánsko), mali síce za dekádu po zavedení eura vyššie úroky, no zároveň lepšie makroekonomické ukazovatele ako eurozóna. Mali nižšiu infláciu, rýchlejšie im klesala nezamestnanosť a rástlo reálne HDP. Ne-eurovým štátom zároveň na rozdiel od eurozóny klesal dlh a mali nižší deficit verejných financií.

Úroky Slovensku skutočne klesli. Členstvo v menovej únii pre malú krajinu s pohnutou minulosťou znížilo rizikovú a inflačnú prirážku na štátnych dlhopisoch. Dôležitú úlohu v poklese okrem samotného vstupu do menovej únie zohralo aj plnenie z tohto procesu vyplývajúcich domácich úloh. Samotná snaha dodržiavať maastrichtské kritériá držala na uzde prirodzený živočíšny pud politikov minúť toľko, koľko cez úroky dovoľia finančné trhy. K dočasnému vybočeniu z tohto trendu došlo po nástupe prvej vlády Róberta Fica v roku 2006. Zahraniční držitelia slovenského dlhu na chvíľu zapochybovali, či v prípade nového premiéra nejde len o mladšiu verziu východoeurópskeho populistu s diktátorskými tendenciami Mečiara. Po ostro sledovanej tlačovej konferencii niekoľko mesiacov po voľbách, kde premiér Európu ubezpečil, že euro chce rovnako ako jeho predchodcovia a maastrichtský obojok si z krku dole nezloží, sa situácia opäť upokojila. Z dnešného hľadiska je úsmevné, že obľúbeným príkladom používaným na Slovensku, ktorý mal ilustrovať pozitívne efekty klesajúcich úrokov vďaka euru, bolo práve manicky, neudržateľne rastúce Írsko. Jeho takmer default len o niekoľko rokov neskôr ukázal, že príliš nízke úroky boli skôr prekliatím než výhodou. Pristúpenie k eurovalom a rozhodnutie pomáhať zo slovenských daní zachraňovať bankové systémy môže byť pre Slovákov extrémne nákladné. Záruky vyplývajúce z účasti na dočasných či trvalých eurovaloch síce neboli nákladom, no išlo o reálne záväzky, ktoré znižovali silu krajiny splácať iné pôžičky. Rozdiel vo výške úrokov na dlhodobom českom a slovenskom štátnom dlhu začal od roku 2011 rásť, až v roku 2012 dosiahol hodnoty zo začiatku tisícročia, keď na Slovensku panovala takmer 20-percentná nezamestnanosť. Zdá sa, že členstvo v menovej únii Slovensku po vypuknutí eurokrízy rizikovú prirážku Slovensku paradoxne zvyšovalo.

## Nemali sme inú možnosť!

„Aj tak neexistuje iná možnosť!“ bol v diskusiách euro či koruna ultimátny argument. Nie je to tak. V Európskej únii sa dohodnuté pravidlá porušujú bežne a bez vážnejších následkov pre vinníkov. Napriek tomu, že každá členská krajina sa v prístupovej zmluve zaviazala prijať euro ihneď po splnení definovaných ekonomických podmienok, existujú krajiny, ktoré majú dohodnutý takzvaný opt – out, čiže možnosť do menovej únie nevstúpiť (Dánsko, Spojené kráľovstvo). Alebo krajina, ktorá napriek dávnomu splneniu konvergenčných kritérií túto povinnosť jednoducho ignoruje bez toho, že by niečo dohodovala (Švédsko). Vstup do predsiene eura – systému ERM II zostal dobrovoľný, a bez pobytu v ňom nikto euro v krajine zaviesť nemôže.

Ak by slovenskí politici vyrokovali výnimku alebo jednoducho povinnosť členskej krajiny zaviesť euro ignorovali a odložili ju do roku 2254, bol ďalšou predstaviteľnou alternatívou k nútenému zavedeniu eura jeho voľný pohyb spolu s inými svetovými menami na území krajiny. Tým by sa odstránili nielen náklady celospoločenského preskočenia do inej meny s núteným obehom, ale krajina by sa poisťovala proti rizikám vyplývajúcim z členstva v menovej únii, kde treba zachraňovať obrovské zahraničné banky a nezodpovedné vlády bohatších členov. Uvoľnenie zákona o zákonnom platidle by umožnilo zahraničnej firme účtovať v mene podľa jej voľby, a tým odstrániť transakčné náklady a kurzové riziko. Dane by sa platili v akejkoľvek mene podľa trhových kurzov. Slovensko mohlo realizovať výhody zníženia transakčných nákladov a odstrániť kurzové riziko pre tých, ktorí o to stáli. Zároveň by sa umožnila spotrebiteľská voľba – každý by si mohol zvoliť pre svoje transakcie a úspory menu, ktorú by on považoval za tú najlepšiu. Kto by nedôveroval NBS, mohol by používať eurá, doláre alebo franky. Ľudia by mohli podľa ľubovôle preskakovať z meny do meny a neboli zajatcami rozhodnutí politickej triedy. Hrozba nákladov a garancií za sanačné práce v bankovom sektore eurozóny by sa Slovenska dotýkala rovnako obmedzene, ako sa týka iných členov Európskej únie, ktorí nie sú v eurozóne. Na podobnom princípe, keď ekonomika používa menu kontrolovanú iným štátom len na základe jednostranného rozhodnutia krajiny, bez oficiálneho členstva v menovej únii, fungujú európske miništáty Andorra, Vatikán, Kosovo alebo Čierna Hora. Tento model by bol lokálnou variáciou pôvodného britského návrhu spoločnej európskej meny tvrdého ECU, ktorého používanie by bolo na rozdiel od eura dobrovoľné. V prípade plošného využívania cudzích mien obyvateľstvom štátu, ktoré nadobro vytlačí domácu menu, by sa radikálne obmedzila schopnosť centrálnej banky zachraňovať štátny rozpočet a kartel komerčných bánk vytváraním nových zlých peňazí. Mena by v týchto prípadoch rýchlo stratila hodnotu a ľudia by ušli do zahraničných alternatív. Vzhľadom na negatívny dosah existencie ochotnej centrálnej banky na fiškálnu zodpovednosť politikov a investičnú zodpovednosť bankárov to však nemožno považovať za chybu, ale hlavnú

výhodu takéhoto usporiadania. Možnosť podpory bankového systému centrálnou bankou by v prípade hromadnej straty užívateľov ňou vytváraných bankoviek bola efektívne limitovaná výškou jej zahraničných rezerv. Banky pôsobiace na Slovensku by sa snažili poistiť proti prípadným behom klientov alebo iných bánk na banku majetkovým prepojením na zahraničné bankové skupiny,<sup>660</sup> ktorých prežitie implicitne garantujú ich vlastní producenti rezervných peňazí – centrálna banka. Okrem toho možno očakávať, že by sa banky snažili svoje pôsobenie vo väčšej miere koordinovať a vzájomne si pomáhať pri riešení potenciálnych problémov. Že komerčné banky sú schopné prežiť bez veriteľa poslednej inštancie aj v dnešnom systéme frakčných rezerv, dokazuje v roku 1904 efektívne dolarizovaná Panama a jej bankový sektor. Od tohto roku tu banky museli fungovať bez štátneho dílera neobmedzeného množstva rezerv, na čo sa úspešne adaptovali držaním vyššieho množstva likvidných aktív ako poistenia proti prípadným behom na banky.<sup>661</sup>

Vývoj finančnej krízy zo mňa na pár mesiacov spravil eurooptimistu

Eurozóna bola na Slovensku považovaná za elitný klub. Vozil sa vo vozňoch prvej triedy je fajn. No keď sa v nich v lete pokazí klimatizácia, tí, čo zostali v starom vagóne s otvorenými oknami, vyhrali. Kríza spravila z oficiálnej analýzy očakávaných výnosov a nákladov zavedenia eura len ďalší z nekonečného radu dôkazov o naivite kvantitatívnych strednodobých ekonomických predpovedí. Zásadná zmena pravidiel na fungovanie menovej únie v máji 2010, bez ľudového hlasovania v duchu troch mušketierov, urobila z členstva luxus, ktorý Slovák vyjde drahšie, než si mysleli. V porovnaní s USA, kde už koncom roka 2008 finančná kríza zúrila naplno, bol na Slovensku pokoj. Vyplašení investori predávajúci meny malých a slabších európskych oslabili českú korunu alebo poľský zloty. Slovák so silným eurom sa mohol cítiť na poľskom trhu alebo v moravskom hypermarkete ako kráľ. Kúpna sila slovenských úspor, ktoré sa práve v krízovom období pretransformovali do eur, relatívne narástla. Slovenské značky, ktoré sa plavili parkoviská pred nákupnými centrami postkomunistických susedov, však nepotešili všetkých. Objem slovenského maloobchodu zažil zavedením eura a príchodom krízy katastrofálny, v Európe najväčší medziročný prepád, z ktorého sa nespamätal ani päť rokov neskôr. Silné euro zaskočilo podnikateľov v turistickom ruchu a v slovenských ubytovacích a stravovacích zariadeniach bolo nejaký čas počuť menej poľštiny a češtiny. Cena práce Slováka, jedna z najdôležitejších konkurenčných výhod Slovenska, preskočila vďaka silnému euru Maďara a Poliaka a po Čechoch sme mali zrazu druhých najdrahších zamestnancov z krajín Vyšehradskej štvorky. V tomto krízovom období som bol napriek predchádzajúcej kritike rád, že sme euro zaviedli. Že tlačiarne našej meny boli ďaleko od Bratislavy a mimo dosahu vplyvu slovenských politikov, som považoval v turbulentnej dobe za veľkú



výhodu. Vláda predstierala, že Slovenska sa kríza netýka. Peniaze míňala, ako keby HDP neklesalo, ale rástlo tempom viac než 5% ročne. Tieto fiškálne dobrodružstvá by spravili so slovenskou korunou, a tým aj úsporami ľudí zázraky. Vzhľadom na presun právomocí tvoriť nové zlé peniaze do Frankfurtu sa na začiatku krízy zdalo, že pre politikov členských krajín eurozóny neostáva iný spôsob riešenia deficitov prehĺbených krízou ako osekávanie výdavkov a štartovanie ekonomiky potrebnými reformami. Euro znemožnilo ľahké „riešenie“ krízy infláciou národných mien a zvýšilo tlak na fiškálnu konsolidáciu a štrukturálne reformy.

Tento pocit nevydržal dlho. Konkrétne do už spomínaného májového víkendu 2010, keď sa európski lídri vydesení z rozsahu problémov, rozhodli zmeniť princípy, na ktorých bola menová únia formálne postavená, a pretransformovali ju na dlhovú úniu spoločnými vzájomnými garanciami.

### Náklady, pred ktorými Slovákov nik nevaroval

Slovensko si koncom 90. rokov prešlo vlastnou menovou, bankovou a ekonomickou krízou. Rozkradnuté banky, nacionalistickým populistickým socializmom a domácimi „kapitalistami“ zhumpľovaná ekonomika. Zahraniční investori zďaleka obchádzali politicky nestabilnú krajinu, nedostatok kapitálu a zlé podnikateľské prostredie viedli k 20-percentnej nezamestnanosti. Po odchode Vladimíra Mečiara pristúpila nová vláda k reformám zameraným na zníženie daňového zaťaženia, liberalizáciu trhu práce a očistenie a privatizáciu bankového sektora. Za reštrukturalizáciu komerčných bánk pred ich predajom zahraničným bankovým skupinám zaplatili na európske pomery chudobní Slováci zo svojich peňaženiek približne 10% HDP. Je iróniou osudu, že o desať rokov neskôr sa vďaka euru museli na záchranu bán skladať opäť. Tentoraz formou garancií podporili fungovanie finančných inštitúcií bohatších členov menovej únie. Zmenou pravidiel na fungovanie menovej únie iba rok po tom, ako do nej vstúpili, európski politici Slovákom poriadne naložili. Slovensko vstúpilo do elitného klubu eurozóny tesne pred koncom divokej hostiny. Stihli sme si objednať jednu borovičku a čašník domesol účet. Na naše prekvapenie sa zrazu rozhodlo, že sa neplatí podľa toho, kto čo skonzumoval, ale účet sa zatiahne spoločnou kreditkou. Náklady sa rozdelia na jednotlivé členské krajiny podľa počtu obyvateľov a výšky HDP. Výsledkom je zvrátená solidarita, keď slovenskí daňoví poplatníci garantujú úvery rádovo bohatším Európanom v problematických periférnych krajinách a znižujú straty francúzskym, talianskym, nemeckým bankám, ktoré chybnými rozhodnutiami túto spotrebu na dlh financovali. Aká úspešná bola snaha o reinterpretáciu podpory bán cez medzinárodnú solidaritu, ilustruje posunuté vnímanie reality renomovaného ekonomického časopisu *The Economist*. Ten ľutuje Grékov, ktorým sa v roku 2013 znížili o 5% „skromné dôchodky vo výške 1 000 eur“.<sup>662</sup> Priemerný grécky dôchodok bol pritom

850 eur,<sup>663</sup> čo aj po úprave o paritu kúpnej sily viac než dvojnásobne prevyšovalo priemerný dôchodok Slováka, ktorý spolugarantoval pôžičky gréckemu štátu.

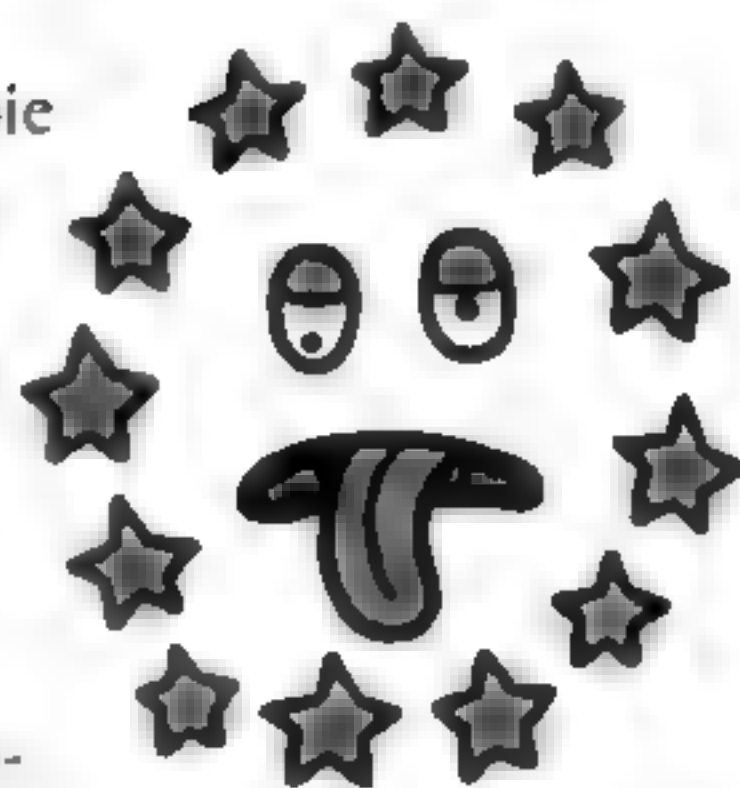
## Euro bojuje o život

### Írska párt

Írsko vstúpilo do eurozóny na konci obdobia rozmachu keltského tigra. V čase, keď ekonomika dynamicky rástla a v krajine nebola takmer žiadna nezamestnanosť. Na trhu práce boli dokonca známky nedostatku pracovnej sily. Už rozbehnutý tiger dostal vďaka euru, ktoré výrazne znížilo úroky pre írsku ekonomiku, ešte poriadnu dávku monetárnej stimulačnej drogy. Príliv nových eur v Írsku nafúkol bublinu v stavebníctve a vo finančnom sektore. Investície v stavebníctve rástli rýchlym tempom už pred vstupom do eurozóny a eurový stimul tento trend ešte potiahol do krajnosti. Nízkymi úrokmi povzbudený boom finančných služieb dvíhal ceny aktív a viedol k masívnemu rastu zadĺženia a špekulácií. Kým v roku 1993 platili Íri na hypotékach v priemere vyše 10-percentné úroky, v roku 2004 to bolo vďaka záplave nových eur o 7% menej pri rovnakej spotrebiteľskej inflácii.<sup>664</sup> Ceny domov v Írsku medzi rokmi 1996 a 2007 narástli na štvornásobok, čo je dvakrát rýchlejší rast, než akým rástla v rovnakom období bublina v USA. Rozsah investičných chýb pomýlených eurom ilustruje rýchly nárast počtu obytných jednotiek. Kým v roku 1991 bol počet obydľí 1,2 milióna a v roku 2000 1,4 milióna, v roku 2008 poskočil už na 1,9 milióna. Počet novo dokončených domov v jednom roku narástol až na 93 000 v roku 2006. V prepočte na počet obyvateľov to bolo trikrát viac než v danom roku v USA alebo v samotnom Írsku iba desať rokov predtým.<sup>665</sup> Záplava eur sa prejavila pretlakom pôžičiek v celej ekonomike. Úvery nefinančným spoločnostiam a domácnostiam narástli medzi rokmi 2000 a 2008 zo 60% HDP na 210%. Zadĺženie rástlo rýchlym tempom napriek tomu, že rast ekonomiky zavedením eura spomalil. Priemerné ročné tempo rastu HDP bolo medzi rokmi 1992 – 1998 vyššie ako v období 1999 – 2005 s eurom.<sup>666</sup> Eurom nafúknutý rast cien nehnuteľností podporil ilúziu zrýchlenia rastu bohatstva v spoločnosti, čo sa prejavilo na rýchlo rastúcom dovoze tovarov zo zahraničia po roku 2003. Práve nehnuteľnosti sú dôležitou zložkou majetku domácností a vývoj ich cien významne ovplyvňuje spotrebné správanie ľudí. Preteky v spotrebe v kombinácii s bublinou v rezidenčných a komerčných nehnuteľnostiach tešili aj írsku politickú triedu. Viedli k vysokým daňovým príjmom, čo znamenalo, že mohli míňať plnými priehrštiami bez toho, že by zároveň vytvárali vysoké deficity verejných financií. Vďaka ekonomickému boomu mohla írsku vláda v roku 2005 minúť o 111% viac eur než v roku 1998, keď padlo rozhodnutie prijať euro. Jej príjmy za rovnaké obdobie narástli o 94%.<sup>667</sup> Nemeckí

politici toľko šťastia nemali, ich príjmy za rovnaké obdobie narástli len o 8%, čo umožnilo rast výdavkov o smiešnych 11%.<sup>608</sup> Írsko dosiahlo fiškálnu nirvánu. Niet lepšieho času, kedy by si politik prial byť pri moci než v čase, keď možno stále viac rozdávať a zároveň si zachovať auru fiškálnej zodpovednosti. Je prekvapivé, že aj pri málo ambiciózných fiškálnych cieľoch Paktu stability a rastu našli írski politici v sebe aspoň toľko zodpovednosti, že v časoch hojnosti zostavovali mierne prebytkové rozpočty. Tým znížili dlh postupne až na 29% HDP v roku 2007. Treba dodať, že aj to bolo málo, keďže náklady spojené s prasknutím bubliny a záchranou bánk dlh zvýšili hneď niekoľkonásobne. Že sa dalo urobiť aj viac, ilustruje iný príklad podivného politika, ktorý šetril, aj keď nemusel. Čilskému ministrovi financií Andresovi Velascovi sa podarilo presadiť v roku 2006, keď cena medi, ktorej je Čile veľkým exportérom, dosahovala historické maximum, aby vláda nepodľahla tlaku štátnych zamestnancov a verejnosti a tieto prekvapivé zisky neminula. Namiesto toho ich ako rezervu vo výške 30% HDP podržala až do príchodu finančnej krízy. Po nasledujúcom prepade ceny medi o 60% a zhoršení ekonomickej situácie v krajine sa rezervy použili na dotácie a zníženie daní. Ani intenzívne proticyklická fiškálna politika írskej vlády by však nemohla zastaviť prílev nových eur spôsobený monetárnou politikou a vznik množstva mylných investícií. Vyššie dane na špekulácie s nehnuteľnosťami či potieranie rozšírenej korupcie pri udeľovaní stavebných povolení by iba zmenili podobu výslednej bubliny poháňanej tým, že podnikateľom centrálna banka de facto platí za to, že si berú úvery. Na írskej bubline sa okrem politikov a domáceho súkromného sektora pvozili aj zahraničné banky. Úvery priamo írskej ekonomike poskytovali najmä banky zo Spojeného kráľovstva, ktoré mali v krajine lokálne pobočky. Banky z ostatných krajín sa na hostine zúčastňovali nepriamo, formou nákupu dlhopisov a poskytovaním úverov írskym bankám na medzibankovom trhu. V Írsku tak bublinu pomáhali financovať cez investície britských nemeckých, francúzskych a iných európskych bánk aj úspory obyvateľov krajín jadra.

Zahraničný dlh írskej ekonomiky postupne dosiahol v pomere k jej výkonnosti desivé rozmery. Hrubý dlh írskych domácností v roku 2012 predstavoval 117%, nefinančných spoločností 289% a finančných spoločností až neuveriteľných 706% írskeho hrubého domáceho produktu. Očakávať splatenie týchto záväzkov bolo ako veriť na dobré výly. Tie neexistujú a írsky bankový systém nakoniec skolaboval. Párty sa skončila príchodom finančnej krízy a s ňou súvisiacim rastom úrokov. Posledným klincom do rakvy bol bankrot Lehman Brothers v septembri 2008, keď pre írske banky vyschli životne dôležité zdroje na medzinárodnom medzibankovom trhu. Sama sa táto umelo nafúknutá ekonomika prefinancovať nedokázala. Írsko sa v priebehu niekoľkých rokov ocitlo hneď v trojitej kríze – hospodárskej, bankovej a fiškálnej.





## Írska opica

Trh nehnuteľností začal mať vážne problémy už v roku 2008, keď zmizol dopyt po nových bytoch. Kým ešte v roku 2006 sa dokončilo 22 nových nehnuteľností na 1000 obyvateľov, o necelé štyri roky neskôr to bolo už len 2,5. Ceny nehnuteľností padli o viac než 50%. Postupne začal rásť podiel hypotekárnych úverov s meškajúcimi splátkami, ktorý v roku 2012 dosiahol až 16%. Väčšina z nich bola pod vodou, čo znamená, že zostávajúci splatný záväzok na hypotéke bol vyšší ako cena nehnuteľnosti.<sup>669</sup> Nezamestnanosť poskočila zo 4,6% v roku 2007 na 13,3% v roku 2010, pričom až dve tretiny jej nárastu spôsobilo prepúšťanie zamestnancov zo stavebníctva. Sektora najviac popleteného eurovou monetárnou ilúziou. Mladí Íri začali opäť emigrovať<sup>670</sup> a Austrália, Nový Zéland či Kanada sa opäť stali ich obľúbenými cieľovými destináciami. Výpadok daňových príjmov z dôvodu prasknutia cenovej bubliny v kombinácii so štedrými<sup>671</sup> sociálnymi dávkami pozdvíhanými ešte počas rokov hojnosti viedol k 11 – 12% HDP deficitom verejných financií v rokoch 2009 a 2010. K tomu všetkému ešte treba pripočítať náklady na záchranu írskych komerčných bánk. Tie boli v tragickom stave. Írska vláda sa podobne ako ostatná Európa odmietala pozrieť pravde do očí a najprv predstierala, že banky trápia len dočasné problémy s likviditou. Tie mali vyriešiť dvojročné štátne garancie na všetky záväzky bánk v podobe vkladov, úverov a vydaných dlhopisov.<sup>672</sup> Keď však začalo byť v roku 2008 jasné, že straty z realitných úverov budú skutočne veľké, prišli na rad aj prvé, zatiaľ skromné, kapitálové injekcie z verejných zdrojov. V apríli 2009 írská vláda už vytvorila štátnu „zlú banku“ – National Asset Management Agency (NAMA). Jej úlohou bolo skupovať toxické úvery od bánk financujúcich rezidenčné a komerčné nehnuteľnosti, aby očistila ich súvahy a opäť ich sfunkčnila. Aj napriek týmto krokom sa írske komerčné banky nevedeli pozviechať a ostali na krku štátu. Jediná banka, ktorej sa ešte podarilo získať súkromný kapitál, bola Bank of Ireland. Pre hroziaci kolaps bola v roku 2009 znárodnená Anglo Irish Bank, ktorá vďaka agresívnemu pôsobeniu na realitnom trhu a rýchlemu rastu cez úvery práve do tejto oblasti vytvorila obrovské straty. Aj keď išlo iba o relatívne malú banku, náklady na jej záchranu presiahli viac než polovicu celkových nákladov sanácie írskeho bankového sektora.<sup>673</sup> Štát pritom v tomto prípade nechránil peniaze obyčajných ľudí, ale iných finančných inštitúcií. Záväzky Anglo naplno prebral napriek tomu, že banka nemala takmer žiadne vklady obyvateľstva a refinancovala sa hlavne cez medzibankový trh a inštitucionálnych investorov. Vyplatenie veriteľov tejto jedinej írskej banky stálo viac než 30 mld. eur, čiže takmer 20% HDP Írska. To je 6 500 eur na každého obyvateľa krajiny.<sup>674</sup> Záruky, ktoré boli použité aj na Anglo, pochádzali z peňazí eurosystému. Ich náklady niesli všetci obyvatelia eurozóny. Ironia fungovania menovej únie, zhmotnená v skutočnosti, že hlúpe investície írskych bankárov nakoniec garantuje najmä nemecký daňový poplatník, pobavila aj samotných manažérov Anglo Irish Bank. Na uniknutých audio nahrávkach

z rokovania manažmentu pri hroziacom kolapse banky v roku 2008 sa vedúci pracovníci banky na tom bavila sarkastickým popevkom „*Deutschland, Deutschland, über Alles*». <sup>675</sup> Práve transfer kapitálu do Anglo Irish Bank a do ďalšej, rovnako na trh nehnuteľností zameranej banky Irish Nationwide Building Society, nafúkli deficit verejných financií Írska v roku 2009 na 14,5 a v roku 2010 na 32% HDP.

### Ponuka ECB, ktorá sa neodmieta

Na jeseň roku 2010 požiadalo Írsko ako prvá krajina oficiálne o pomoc z eurovalu. Z eurovalu, ktorý bol iba pol roka predtým založený na zastrašení špekulantov, a nikdy sa nemal reálne použiť. Spoločný balík pomoci z Európskej únie a Medzinárodného menového fondu mal mať celkový objem 85 miliárd eur, čiže 54% írskeho HDP. K rozhodnutiu írskej vlády prosebne načiahnuť ruku prispelo viacero faktorov. Vypršanie dvojročnej vládnej garancie na záväzky komerčných bánk v septembri 2010 viedlo k rýchlemu odlivu súkromných veriteľov z írskych bánk do iných európskych krajín. Utekať začali bankám vklady najmä bohatších obyvateľov a väčších firiem. Írska ekonomika spomaľovala, vyhliadky na spásonosný rast sa zhoršovali, a bolo čoraz jasnejšie, že na rekapitalizáciu írskych bánk budú potrebné ďalšie peniaze. Nepriaznivý vývoj odzrkadľovali trhové ceny írskych štátnych dlhopisov. Investorov bolo na držanie tohto dlhu nutné presviedčať stále vyšším výnosom. Írske banky sa ešte pevnejšie prisali na prsníky Eurosystému, odkiaľ vyciavali chýbajúcu hotovosť. Okrem klasických refinančných úverov z ECB využívali aj špeciálny nástroj núdzového poskytovania likvidity (Emergency Liquidity Assistance – ELA). ELA predstavuje škatuľku poslednej záchrany v Eurosystéme, keďže utrápeným bankám umožňuje obísť pravidlá, ktoré v ňom platia. Na základe tejto výnimky schválenej Európskou centrálnou bankou môže národná centrálna banka sama vytvárať eurá a poskytovať ich ako úvery domácim komerčným bankám za kolaterál, ktorý by ani náhodou nesplnil požiadavky na zábezpeku v štandardných úverových programoch eurosystému. Banky, ktoré nemajú ani peniaze ani cenné papiere dostatočnej kvality, sa takto za pomoci národnej centrálnej banky môžu dostať k likvidite.

Absolútna závislosť írskeho bankového sektora od Eurosystému viedla k tomu, že ECB sa ako najdôležitejší veriteľ írskych bán stala kľúčovým hráčom ovplyvňujúcim rozhodnutia prijímané v krajine. Britské, nemecké, francúzske banky mali v Írsku investované obrovské sumy, ktoré sa pohybovali v násobkoch írskeho HDP. Existovala možnosť, že bez poskytnutia dodatočných zdrojov a patričného usmernenia tamojšej politickej triedy sa Írsko rozhodne vybrať „islandskou cestou“ defaultu a radikálnej reštrukturalizácie záväzkov voči zahraničiu. Takýto scenár, v ktorom by prišli o veľa peňazí ostatné komerčné banky, dôchodkové fondy či poisťovne v Európe, bol však pre Európsku úniu a ECB nočnou morou.

Znamenalo by to nutnosť okamžitej realizácie strát, a tým aj odhalenie existenčných problémov eurozóny. Okamžité vystavenie účtu daňovým poplatníkom za politický projekt eura by ukončilo politické divadlo o kríze likvidity vyvolanej zlými špekulantmi. A tomu sa architekti eura snažili vynúť za každú cenu. Celkový írsky hrubý dlh voči zahraničiu vo výške viac ako 11-ročných hrubých domácich produktov tejto krajiny (na porovnanie zahraničné záväzky napr. Španielska boli „len“ niečo vyše dvoch ročných HDP) natoľko vystrašil úniu, že sa v otázke splatenia záväzkov írskoho bankového sektora rozhodla nenechať nič na náhodu. Predstavitelia ECB vytvorili obrovský tlak na vládnucich írskych politikov a tí o pomoc nakoniec skutočne požiadali. Týmto krokom síce zabezpečili zdroje na prefinancovanie okamžite splatných záväzkov, no zároveň zaťažili svoje obyvateľstvo obrovskými budúcimi nákladmi. Tým, že nedošlo k reštrukturalizácii dlhov zahraničných veriteľov, zodpovednosť za straty z hlúpych úverových obchodov medzi írskymi a zahraničnými bankami padli takmer výhradne na plecia írskych daňových poplatníkov a daňovníkov financujúcich záchranné premostovacie úvery. Haircutom, čiže čiastočným odpisom bola v rámci dobrovoľnej výmeny dlhopisov postihnutá iba malá časť podriadeného, negarantovaného dlhu.<sup>676</sup> To, že Íri boli do žiadosti o pomoc dotlačení zvyškom Európy cez ECB, je verejným tajomstvom. Aby írski politici k takémuto potupnému a pre ich daňových poplatníkov nevýhodnému kroku pristúpili, im bolo potichu sľúbené, že únia im neskôr so vzniknutým dlhovým bremenom cestou ústupkov pomôže. S týmto implicitným sľubom počítali tak írski politici, ako aj írsky verejný sektor. Nikto neverí, že krajina bude musieť niekedy splatiť záväzky z pomocných úverov a náklady spojené s čistením bankového sektora nakumulované v NAMA v plnej výške. Čakajú, že časť zaplatia Nemci a ostatní európski daňoví poplatníci.<sup>677</sup> Dohodovanie ústupkov zo strany európskych inštitucionálnych veriteľov malo írské ministerstvo poistené odloženým originálom tajného „vydieračského“ listu ECB z 12. novembra 2010.<sup>678</sup> V ňom vtedajší prezident ECB vyzýval írskych politikov na požiadanie o pomoc, ak nechcú prísť o podporu bankového sektora likviditou z ECB. Zverejnením jeho plného znenia z času na čas írski politici pohrozili, keď sa dohodovanie ústupkov v podmienkach poskytnutej pomoci nevyvíjalo podľa ich predstáv. Neprekvapí, že list odmietala zverejniť aj samotná ECB. Lebo *„to bola komunikácia, ktorá bola vtedy dôverná“*, argumentoval Trichet.<sup>679</sup>

Čistenie ekonomiky po bubline bolo ťažké. Množstvo prázdnych nevyužitých nehnuteľností pochovalo vzácny kapitál. Mnohé z nich mali nižšiu hodnotu, ako bola hodnota alternatívneho využitia pôdy, ktorú zaberali. Iba v prvej vlne bolo preto po kríze naplánovaných odstránenie 128 developerských projektov po celej krajine.<sup>680</sup> Koncom roku 2013 mohlo Írsko, vzhľadom na výrazný pokles úrokov na dlhopisových trhoch, opustiť program pomoci a prestať čerpať z neho nové pôžičky. Miera nezamestnanosti klesla, no írsky ekonomika v pokrízovom období rástla iba pomaly, prípadne úplne stagnovala. Objem úverov súkromnému sektoru sa



scvrkával aj 6 rokov po vypuknutí krízy. To robí stabilizáciu výšky írskeho dlhu, ktorý v roku 2013 dosiahol 124% HDP, len málo pravdepodobnou. Napriek tomu, že táto krajina patrila medzi najúspešnejšie z problematických štátov periferie v plnení domácich úloh hľadania úspor vo verejných výdavkoch, možno čakať, že v budúcnosti dôjde k opätovnému vzniku potreby reštrukturalizovať alebo odpusteniu aspoň časti jej dlhu.

### Španielsko – rovnaké drogy, pomalšie vytriezvenie

*„Hospodársky vzostup Španielska bude pokračovať. Sme si istí, že za dva – tri roky v príjme na hlavu predbehneme Nemecko a Taliansko,“* povedal v roku 2007 vtedajší premiér Španielska Jose Luis Rodriguez Zapatero. *„Dostaneme ich,“* dodal.<sup>681</sup> Keď politici celkom stratia súdnosť a začnú rozprávať od reality odtrhnuté nezmysly, možno tušiť, že sa ilúzia blahobytu vyvolaná zlými peniazmi blíži ku koncu. Šesť rokov po tomto výroku bola v krajine 26-percentná nezamestnanosť. V Nemecku 4%. Proces dobiehania sa nielenže zastavil, ale rozdiel v príjme na obyvateľa sa začal po roku 2009 zväčšovať. Španielsko zažilo podobne ako Írsko eurom vyvolanú úverovú expanziu. Krátkodobé nominálne úroky boli medzi rokmi 2002 a 2006 nižšie ako cenová inflácia, a dlhodobé reálne úroky padli medzi rokmi 1995 a 2005 až o 7 percentuálnych bodov.<sup>682</sup> Eurom dotované úroky viedli k zlatému obdobiu bankovníctva v tejto krajine. Bankové úvery súkromnému nefinančnému sektoru narástli zo 414 miliárd v decembri 1998 na 1 870 miliárd v decembri 2008, pričom najviac narástli hypotéky a financovanie sektora nehnuteľností. Tak ako bola kedysi Amerika zaplavená zlatokopmi, bolo Španielsko v dlhovej horúčke pred krízou zaplavené bankármi a bankovými pobočkami. V roku 2010 malo jednu bankovú pobočku na 1 000 obyvateľov, čo bola najvyššia koncentrácia bánk na obyvateľa z celej Európskej únie. Priemer bol 2 952 obyvateľov na pobočku. V Holandsku bolo na pobočku 6 000 ľudí, na Slovensku 5 000.<sup>683</sup> Aj tu bublinu podporovali úspory z ostatných krajín únie. Na jej vrchole, v roku 2008, bola iba polovica úverov bánk španielskej ekonomike financovaná z lokálnych zdrojov. Zvyšok peňazí do krajiny prichádzal zo zahraničných bánk. Fatamorgána bohatstva podobne ako v Írsku umožňovala politikom znižovať dlh bezbolestne, bez nutnosti šetriť a v rokoch pred vypuknutím finančnej krízy dokonca zostaviť mierne prebytkové rozpočty. Dlh španielskeho štátu relatívne v pomere k HDP postupne klesal. Španielsko zažilo počas tohto obdobia masívnu imigráciu, keď počet prisťahovalcov medzi rokmi 1995 a 2008 narástol z 350-tisíc na 5,22 milióna, čo je 11% celkovej populácie.<sup>684</sup> Aj tu sa prílev nových ľudí do krajiny stal jednou z najobľúbenejších racionalizácií masívneho stavebného boomu v krajine.

Keď sa skončila éra nízkych úrokov, bublina spľasla a stavebný boom prešiel do stavebnej katastrofy, malo Španielsko na sklade 2 milióny nepredaných domov.<sup>685</sup>

Niektoré novostavby v krajine vytvárajú novodobé mestá duchov. V roku 2013 bolo v krajine viac než 3,4 milióna neobývaných bytových jednotiek, čiže 14% ich celkového počtu. K tomu ešte treba pripočítať 500-tisíc rozostavaných alebo opustených.<sup>686</sup> Vláda sa snažila situáciu zlepšovať zúfalými opatreniami typu automatické pridelenie povolenia na trvalý pobyt bohatým Rusom alebo Číňanom v prípade, že si kúpia nehnuteľnosť za viac ako 160-tisíc eur.<sup>687</sup> Kríza viedla k zásadnému zhoršeniu ekonomickej situácie a ku skokovitému rastu oficiálnej nezamestnanosti. V roku 2012 tam prvýkrát od 40. rokov minulého storočia klesol počet obyvateľov.<sup>688</sup> Prebytok ponuky nehnuteľností tlačil na pokles cien. Ten sa však zo všetkých síl snažili zastaviť banky. Mnohé skrachované rozostavané projekty developerov, ktoré banky financovali, prešli na ich súvahy. Namiesto ich likvidácie niektoré banky stavali ďalej a predstierali ich životaschopnosť len preto, aby predišli ich odpísaniu. Ďalšou technikou boli fiktívne predaje medzi bankami s cieľom umelo držať cenové indexy hore alebo ovplyvňovanie cenových znalcov, ktorých väčšinu zamestnáva práve bankový sektor. Hľadaniu ceny, pri ktorej sa trh vyčistí, nepomáhali ani dane a poplatky spojené s predajom nehnuteľností. Vláda dokonca pozastavila zabieranie založených nehnuteľností po množiacich sa samovraždách dlžníkov. Konečný objem strát z bubliny na 60% úverového portfólia španielskych finančných inštitúcií, ktoré tvorili hypotéky a úvery developerom (830 mld. eur), tak zistíme, až keď sa raz ceny prepracujú na trhovú úroveň.

### Nemci profitovali z eura, tak nech platia!

Že Nemci majú platiť, keďže s eurom získali na úkor ostatných, bol populárny názor pri prerozdeľovaní strát vyplývajúcich zo spackanej menovej únie. Nemecko malo zavedením eura získať exportné trhy pre svoju produkciu, preto by im nemalo prekážať, že za nákupnú euro horúčku v periférii majú zaplatiť účet. Emocionálne podfarbenie malo toto presvedčenie najmä u obyvateľov PIIGS krajín. Spolu s historickými krivdami viedlo k protinemeckým náladám, ktoré sa zhmotňovali v karikatúrach, transparentoch alebo heslách na pouličných demonštráciách. Na to, aby Nemcovi na výplatnej páske pribudla k dani za zjednotenie s východnými Nemcami ešte aj nová euro krízová daň za južanských členov, však existuje menej dôvodov, ako by sa mohlo podľa naladenia verejnej diskusie zdať.

Pôvod aj týchto pocitov krivdy možno sčasti hľadať vo vrodenej intuícii ekonomiky ako hry s nulovým súčtom. Časť európskej populácie, žijúca v krajinách PIIGS, sa zrazu mala po vypuknutí krízy zle. Z roka na rok im radikálne poklesla životná úroveň, ľudia prišli o prácu a ich majetok o veľkú časť hodnoty. V naivnom ekonomickom modeli to je zrejmé. Niektorí veľa stratili, iní museli získať. Na ich úkor. Už pri zbežnom pohľade po európskej dedine museli okamžite padnúť do oka Nemci. Podozrivo sa im darilo, aj v kríze úspešne exporto-

vali, a dokonca im napriek ekonomickému utrpeniu v únii klesala nezamestnanosť. Aj vinou nacistickej minulosti budú Nemci už asi navždy preferovaným podozrivým. Ako keď medveď pri rozdávaní kariet zajacovi, vlkovi a líške zvieratká varuje: „*Ten, kto bude švindľovať, dostane poriadne po tej hrdzavej papuli!*“ Moderná ekonomika s globálnym obchodom má však od primitívnej ekonomiky malej tlupy ďaleko. Obchod obohatí obe strany bez toho, že by niekomu inému muselo ubudnúť, a všetci sa majú lepšie. Neplatí to vždy. Ak do voľného obchodovania začne vstupovať donútenie alebo regulácie, obchodovanie môže dopadnúť aj menej priaznivo. Ak je tlupa donútená akceptovať jedinú monopolnú menu, ktorej manipuláciou jej producent pomáha dosahovať kamarátom rôzne ciele, pomýlené trhy môžu urobiť nákladné chyby ochudobňujúce celú komunitu. A to sa stalo v Európe. Väčšine tlupy pred chyžky zmizlo bez toho, že by niekto z toho získal. Konečný súčet tejto euro hry bol mínus. Mestá duchov v Španielsku či zbúrané developerské projekty v Írsku, ktoré musia ustúpiť pestovaniu zemiakov, sú pre európsku tlupu čistou stratou. Tieto zdroje sa už Európanom nikdy nevrátia. Spackané euro a jeho náklady však nie sú chybou Nemcov. Tí euro nikdy nechceli. Nemecká verejná mienka bola pred zavedením novej meny výrazne proti. Kým čistá podpora verejnosti euru, počítaná ako rozdiel medzi hlasmi za a proti reprezentatívnej vzorky,<sup>689</sup> bola podľa prieskumov v roku 1993 v Taliansku 68% a 26% vo Francúzsku, v Nemecku to bolo mínus 17%. Ak by sa európski demokrati v referende spýtali nemeckého ľudu, či sa chce dobrovoľne vzdať marky, euro by nikdy nevzniklo. Proti euru boli mnohí bankári z Bundesbank a ekonómovia, ktorí podpisovali proti euru viaceré protesty.<sup>690 691</sup> Traja nemeckí ekonómovia spolu s profesorom ústavného práva zavedenie eura napadli v roku 1998 na ústavnom súde.<sup>692</sup> Ich sťažnosť bola zamietnutá a podľa výpovede nemeckej vlády na ústavnom súde „bola očividne nepodložená“. Opodstatnená by údajne bola iba v prípade „veľkého odklonu“ členov menovej únie od maastrichtských kritérií, ktoré však „nebadať, a ani nie sú očakávané“.<sup>693</sup>

Nemci s eurom prišli o výnosy vyplývajúce z kvality ich vlastnej papierovej meny. Vďaka vynikajúcej povesti Bundesbank a stabilite nemeckej marky bola marka dopytovaná ako rezervná mena po celej Európe, ale najmä v jej východných a južných častiach si mnoho ľudí práve v nej držalo úspory. O tureckých matracoch plných nemeckých mariek kolovali legendy. Až jedna tretina všetkých mariek obiehala mimo nemeckého územia.<sup>694</sup> Tlačenie žiadanej nemeckej marky, ktoré vďaka odlivu nových peňazí do zahraničia nezvyšovalo domácu cenovú infláciu, hromadilo na súvahe centrálnej banky veľký objem aktív. Týchto ziskov z dodávania farebných papierikov do celej Európy výmenou za reálne a finančné aktíva sa krajina prechodom na spoločnú menu musela z veľkej časti vzdať. Časť kapitálu z dlhodobovo vytvárajúcej, hodnotnej obchodnej značky bez kompenzácie previedla na novovznikajúce euro.



## Sedem rokov nemeckej eurovej biedy

Pri výzvach, aby Nemecko zaplatilo cenu za to, čo všetko eurom získalo, sa ignoruje fakt, že Nemecku sa po vzniku eura darilo mizerne. ECB sa znižovaním úrokov a podporou úverovania snažila pomôcť aj krajinám jadra, no vzhľadom na fungovanie menovej únie a na ekonomické rozdiely medzi členmi tie okamžite utekali do krajín periférie. Spolu s nemeckými úsporami, ktoré tam lákalo vyššie potenciálne zhodnotenie. V periférii tieto peniaze nafukovali bubliny a financovali spotrebné orgie. Prekvapivo ľahká dostupnosť lacných úverov viedla k investičnému boomeru, ale i k tomu, že viac Španielov alebo Írov sa mohlo voziť v mercedese. Grécky politik oslobodený od penalizačných úrokov na dlhopisových trhoch s novou neobmedzenou euro-kreditkou mohol s tučným úplatkom nakúpiť nemecké ponorky. Kým do periférie tiekli nové eurá vo forme aj nemeckých pôžičiek, periféria si za ne kupovala statky a služby aj z Nemecka, čo viedlo k rastu nemeckého prebytku obchodnej bilancie s ostatnými členskými krajinami EMÚ.<sup>695</sup> Po vypuknutí eurokrízy, keď sa skončila éra lacných úverov, mala periféria problém nemecké úvery splácať. Boom periférie, do ktorého dodávali spotrebné a kapitálové statky aj Nemci, sa však na raste ich bohatstva príliš neprejavil. Nemci to totiž financovali aj svojimi úsporami. Podobne, ako keď automobilka s problémom predávať svoje autá poskytuje klientom dotované úvery na ich kúpu. Samotní Nemci mali menej, zle platenej práce a hodnota ich majetku rástla omnoho pomalšie než v ostatných európskych krajinách. Nemecko malo v pokrízových rokoch nižšiu mieru nezamestnanosti než pred krízou. Kým po vstupe Grécka do eurozóny v roku 2001 tamojšia nezamestnanosť postupne klesala, po zavedení eura v Nemecku už i tak vysoká nezamestnanosť začala opäť postupne rásť na viac než 11%. Medzi rokmi 2004 až 2007 miera nezamestnanosti v Nemecku dokonca prevýšila grécku. Nepriaznivý trend sa otočil až po prijatí bolestivých reforiem trhu práce a sociálneho systému z rokov 2003 a 2005. Po znížení dávok v nezamestnanosti pre dlhodobo nezamestnaných, ale aj ťarchy odvodovej záťaže (tzv. Hartz I až IV reformy)<sup>696</sup> začala nezamestnanosť po roku 2005 postupne klesať, pričom tento pokles nezastavila ani kríza. Miera nezamestnanosti dosiahla v roku 2012 najnižšiu úroveň od znovuzjednotenia Nemecka v roku 1991. Ani tí, čo mali v Nemecku prácu, si rastúce príjmy príliš neužili. Nemecké mzdy očistené o infláciu nieže stagnovali, ale klesali. Na rozdiel od Španielska, Grécka či Írska, kde narástli o desiatky percent. Kým nominálna mzda zamestnanca v Nemecku medzi rokmi 2000 až 2009 v porovnaní s vývojom európskeho priemeru klesla o 18%, írske mzdy za to isté obdobie narástli oproti vývoju európskeho priemeru o 21% a grécke až o 23%. Ani najdôležitejšia zložka majetku bežných ľudí – rezidenčné nehnuteľnosti – nezažili šialený rast ako v krajinách periférie. V Španielsku narástli ceny nehnuteľností od roku 1995 do roku 2007 o 201%, v Nemecku za rovnaké obdobie klesli o takmer 7%. Nehnuteľnosti boli pred krízou v Nemecku až absurdne lacné. Obživil pokrízovým návratom

úspor do krajín jadra a po neštandardných monetárnych opatreniach Európskej centrálnej banky. Ceny nehnuteľností v Berlíne sa až po kríze začali vracieť na úroveň, ktorú naposledy dosiahli ešte v roku 1995.

Bohatnutie Nemcov zavedením spoločnej európskej meny nevidno ani na raste súkromnej spotreby. Tempo jej rastu tu bolo 6 rokov po zavedení eura výrazne nižšie ako 6 rokov pred. Na rozdiel od krajín periférie, ale aj od Francúzska. Kým súkromná spotreba šesť rokov po zavedení eura v Španielsku narástla o vyše 30%, v Nemecku to nebolo ani 10%.<sup>697</sup> Zavedenie eura si neužíval ani nemecký štát. Verejné výdavky Írska medzi rokmi 1999 a 2007 narástli v absolútnom vyjadrení o 125%, v Grécku a v Španielsku o 80%. V Nemecku za to isté obdobie iba o necelých 10%. V ukazovateli HDP na obyvateľa sa Nemci spomedzi vtedajších členov menovej únie postupne do krízy prepadli z druhej na ôsmu priečku. Časť trápenia tejto ekonomiky počas počiatočných rokov spoločnej európskej meny súvisí s rastom celosvetovej konkurencie pre nemecký exportný model. Jej štruktúra sa musela novej konkurencii prispôbiť, s čím si nevedel dať rady napríklad neflexibilný trh práce. Rastu bohatstva Nemecka na prelome tisícročí príliš nepomohli ani vysoké náklady spojené so znovuzjednotením Nemecka a s transformáciou ekonomiky východnej časti. Francúzske obavy z okamžitého rastu ekonomickej moci dovtedy silného západného Nemecka sa nenaplnili a čiastočne spackané znovuzjednotenie naopak zhoršilo relatívne ekonomické postavenie krajiny v krátkodobom horizonte.<sup>698</sup> Nech už sú dôvody ekonomického trápenia Nemecka z tohto obdobia akékoľvek, isté je, že žiadne zázraky a neodškriepiteľné zisky zo zavedenia eura na ukazovateľoch životnej úrovne Nemcov nevidno.



### Kto zarobil na eure

*Pri produkcii nových zlých peňazí vždy dochádza k prerozdeleniu bohatstva v spoločnosti. Od tých, ktorí nové peniaze dostanú do rúk ako poslední, smerom k tým, ktorí ich použijú ako prví. Kým v USA sa pri monetárnej stimulácii nové doláre najprv dostali do finančného sektora a následne cez poskytnuté hypotéky najmä do nehnuteľností, v Európe nové eurá tiekli najmä do krajín periférie. V periférii postupne dvíhali ceny statkov, kapitálu a práce a inflačná vlna odtiaľ putovala celou menovou úniou. Mzdy a ceny aktív v krajinách jadra na zvyšovanie cien statkov reagovali s výrazným oneskorením alebo vôbec, čo viedlo k relatívnemu ochudobňovaniu tamojšieho obyvateľstva. Prerozdelenie bohatstva smerom z jadra do periférie možno pozorovať aj na vývoji čistého reálneho disponibilného príjmu domácností vybraných členov eurozóny medzi rokmi 2000 a 2010,<sup>699</sup> ktorý spracovala štúdia švajčiarskej banky UBS. V nej rozdelili domácnosti*

podľa príjmu do desiatich skupín a ku každej tejto skupine vypočítali jej špecifickú cenovú infláciu podľa individuálneho nákupného koša statkov. Priemerná cenová inflácia za celú krajinu maskuje skutočný rast cien pre nízkopríjmové skupiny väčšou váhou spotrebného správania bohatých. Lepšie zarábajúci nakupujú prevažne služby, ktorých ceny však v prvej dekáde existencie eura rástli výrazne pomalšie ako ceny potravín, energií a nájmu, ktoré naopak tvoria základ spotrebného koša nízkopríjmových domácností.

Štúdia nie je dokonalým obrazom životnej úrovne domácností, keďže nehovorí nič o vývoji cien ich majetku v podobe nehnuteľností a finančných aktív. Zároveň sú odhady spotrebných košov naprieč príjmovými skupinami zo svojej podstaty problematické a kompozícia skúmaných domácností sa môže meniť. Napriek týmto legitímnym výhradám ide o zaujímavú empirickú sondu. Autori v zisteniach konštatujú, že vzhľadom na rôzne tempo rastu cien v rôznych oblastiach eurozóny bolo ku koncu skúmaného obdobia nákladnejšie byť chudobný, keďže nerovnosť v cenovej inflácii narástla. Tento vývoj sa pravdepodobne netýka iba Európy, ale aj iných vyspелých krajín, kde dochádza k nadužívaniu zlých peňazí k ekonomickej stimulácii. Za prvú dekádu fungovania eura v krajinách jadra badať pokles reálnych disponibilných príjmov najchudobnejších domácností. Naopak domácnostiam na druhej strane príjmovej škály reálne príjmy narástli. Povedané inak, v krajinách jadra sa príjmovovo bohatí stali bohatšími a chudobní chudobnejšími. Zásadnými výnimkami sú práve Nemecko a Rakúsko. V oboch krajinách klesol disponibilný príjem domácnosti upravený o infláciu špecifického spotrebného koša za sledované desaťročie všetkým domácnostiam, bez ohľadu na výšku ich príjmu. Schudobneli tam úplne všetci, či bohatí, či chudobní. V Nemecku o takmer 10%, v Rakúsku všetky domácnosti stratili dokonca niekoľko desiatok percent. Reálne príjmy klesli strednej triede ešte v Taliansku, vo Francúzsku. Naopak v krajinách periférie možno pozorovať vysoký reálny rast príjmov všetkých príjmových skupín domácností. Tu na eure výrazne zarobili úplne všetci. Časť rozdielu v tempe rastu príjmov rozlične bohatých krajín možno pripísať procesu dobiehania, a s tým súvisiacim efektom rýchlejšieho rastu práve menej vyspелých krajín. Rozdiely boli na začiatku obrovské, keď napríklad najchudobnejších 10% v Grécku malo len polovičné príjmy najchudobnejších domácností vo Francúzsku. Tento efekt však nevysvetlí pokles reálnych príjmov strednej vrstvy vo vyspелých krajinách jadra. Rast reálnych príjmov v krajinách periférie je vysoký naprieč všetkými vrstvami spoločnosti, no vyšší reálny rast vidno najmä u najchudobnejších domácností.



*V Grécku dosiahol reálny rast ich príjmov takmer 40%, v Portugalsku 30% a v Španielsku presiahol 20%. Pre väčšinou obyvateľov krajín jadra euro prinieslo pokles reálnych príjmov.*

---

## Euro zachránilo nemecký export

Ďalším argumentom, prečo sa Nemecko nemalo vykrúcať z finančnej pomoci ostatným členským krajinám, je konkurenčná výhoda slabšej meny, ktorú táto krajina pochovaním silnej nemeckej marky získala. Nemci boli však šampióni v exporte už pred eurom. Technicky vyspelé, kvalitné produkty boli dopytované po celom svete. Staršie ročníky si ešte budú pamätať, aký pocit so sebou niesla značka Made in Germany na produkte. To bolo ešte za silnej nemeckej marky, dávno predtým, než bolo vytlačené prvé euro. Nemecká ekonomika bola najsilnejším svetovým exportérom nie napriek, ale aj vďaka silnej nemeckej marke. Nemecké firmy sa nemohli spoliehať na to, že im s exportom pomôže centrálna banka. Dotácia exportu vytvorením nových zlých peňazí, ktoré znížia náklady na pracovnú silu tak, že na nejaký čas okradnú zamestnancov o časť ich reálneho príjmu, bola charakteristická skôr pre slabšie európske ekonomiky. Nemecká marka spravovaná rešpektovanou Bundesbank bránila protežovaniu dobre organizovaných exportérov na úkor početnejších, no horšie organizovaných importérov a spotrebiteľov. Namiesto konkurenčnej výhody v ochotnej centrálnej banke museli nemecké firmy konkurovať na svetových trhoch skôr inováciami a rozvinutím lokálnych komparatívnych výhod v podobe špičkovej technológie, vzdelanej pracovnej sily a dôrazu na kvalitu.

Konkurencieschopnosť nemeckej ekonomiky sa po zavedení eura skutočne zvýšila. Bolo to najmä stagnáciou miezd z dôvodu vysokej nezamestnanosti a zdržanlivých odborov. Rýchly rast prebytku obchodnej bilancie, ktorý má dokazovať, že euro pomohlo nafúknuť nemecký export, má aj inú interpretáciu. Časť rastúceho obchodného prebytku do krajín eurozóny možno vysvetliť skôr prepadom nemeckého importu ako rozpínaním nemeckého exportu na úkor ostatných krajín menovej únie. Keď sa pozrieme na podiel nemeckého exportu na celkovom vnútornom obchode v rámci eurozóny, tak ten medzi rokmi 1995 a 2006 narástol z 27 na 28% celkových exportov v rámci eurozóny. Podiel Nemecka na celosvetovom exporte po zavedení eura, keď exportné trhy dobývala Ázia, dokonca klesol, a to výraznejšie než podiel Španielska.<sup>700</sup> Naopak podiel nemeckých importov z eurozóny, odrážajúci biednu domácu ekonomickú situáciu, v rovnakom období klesol z 27 na 23%. Vysoký prebytok účtu obchodnej bilancie je tak skôr správou o útrapách nemeckého spotrebiteľa než dôkazom profitovania Nemecka z eura. Pokrízové oživenie nemeckej ekonomiky a jej relatívna konkurencieschopnosť nie je výsledkom nespravodlivých výhod, ale toho, že Nemci dekádu pred krízou treli

biedu. Konkurencieschopný v mzdových nákladoch je iné slovo pre lacný a chudobný. Na to, aby Nemci zaplatili účet za krajiny, kde žije 40% populácie eurozóny, by sa mali hľadať lepšie argumenty.

## Záporné úroky na nemeckom dlhu

Toky finančného kapitálu sa po vypuknutí eurokrízy otočili o 180 stupňov. Vystrašené eurá utekali z periférie a snažili sa schovať v krajinách jadra. Kým úroky periférnych krajín pred koncom roku 2011 dosahovali nové rekordné výšky, výnosy na nemeckých štátnych dlhopisoch so splatnosťou do jedného roka sa prepracovali pod nulu. Ľudia boli ochotní nemeckému štátu platiť za to, že bol taký dobrý, a požičal si od nich peniaze. Záporné úroky na krátkom štátnom dlhu mali počas krízy aj iné krajiny, napríklad USA, Rakúsko, Dánsko, Fínsko, Holandsko a Švajčiarsko. Napriek relatívnej vzácnosti takéhoto úkazu nejde o vyvrátenie základných ekonomických zákonov. Nie je to dôkaz, že časová preferencia nadobro zmizla alebo sa dokonca obrátila a ľudia zrazu preferujú úžitok zajtra pred úžitkom dnes. Jav negatívnych nominálnych úrokov spôsobujú iné zložky zahrnuté v úrokovej sadzbe. Okrem časovej preferencie je to aj riziková prirážka zohľadňujúca platobnú schopnosť veriteľa alebo inflačná prirážka predpovedajúca stratu kúpnej sily meny, v ktorej bude vyplatená v budúcnosti istina. A práve tie dostali nemecké úroky pod nulu. Ak by ste žili alebo podnikali v niektorých z krajín, kde hrozil default štátu a rozvrat bankového systému, potom by ste určite rozmýšľali, ako pred týmito rizikami ochrániť celoživotné úspory a voľné peniaze. V prostredí, kde nik s istotou nevedel, či projekt eura prežije, a či nedôjde k likvidácii veľkej časti finančného sektora krajín na periférii, bolo racionálnym krokom časť eur presahujúcu zákonom určenú výšku štátom poistených vkladov vymeniť za príslub budúcej platby od ekonomicky najsilnejšieho štátu eurozóny. Alternatívou bolo riskovať výmenu za nové líry, pesety alebo transformáciu zostatku na účte na pohľadávku voči nesolventnej banke. V prípade konca eurozóny by tento príslub znel na novú marku, prípadne inú novú menu fiškálne zodpovednej krajiny s modernou históriou monetárnej umiernenosti. Nemecké dlhopisy sa tak spolu so zlatom a s americkými dlhopismi stali nástrojom sebaobrany eurových sporiteľov. Využívali ich najmä inštitucionálni investori a podniky s väčším objemom likvidity v španielskych alebo v talianskych bankách, a za toto poistenie v podobe pohľadávky voči nemeckému štátu boli ochotní zaplatiť. Riziková prirážka bola negatívna, čo spolu s očakávaním stability či dokonca rastu kúpnej sily nemeckej meny v budúcnosti prevážilo pozitívnu časovú preferenciu. Trhový úrok sa prepadol pod nulu. Ďalším faktorom, ktorý prispieval k záporným úrokom na štátnych dlhoch krajín, sú regulačné požiadavky na finančné inštitúcie a využívanie kvalitných dlhopisov ako záruky v refinančných obchodoch. Rôzne regulácie prikazujú držať domáce štátne dlhopi-





sy alebo dlhopisy krajín s najlepším ratingom, a iba tieto dlhopisy možno zložiť ako zábezpeku v repo obchodoch bez významného haircutu. Dobrého ratingu v priebehu krízy rýchlo ubúdalo, a tým sa znižovala ponuka dlhopisov. Tento nedostatok pomáhal zvyšovať ich cenu.

## Záchranné práce v eurozóne

Pri vypuknutí gréckej dlhovej krízy som si často pripadal ako mimozemšťan. Akoby pretrvávajúca eufória zo skorého vstupu Slovenska do „elitného klubu“ vypla schopnosť dostatočne realisticky vnímať množiace sa Jóbove správy z finančných trhov týkajúce sa stavu periférie. Stúpajúce úroky na dlhu ako odhad pravdepodobnosti defaultu hovorili jasnou rečou. Slovenskí politici a mnohí ekonómovia však vzniknutú situáciu interpretovali ako lokálne zaváhanie malej a nevýznamnej členskej krajiny, ktoré zbytočne nafukujú špekulanti a hysterické trhy. Skutočné peniaze nebude treba nikam posielat', stačí trhom ukázať patričné odhodlanie a ich iracionálna panika pominie. Hrozba rozpadu samotnej eurozóny bola mimo oficiálnu diskusiu. Pri slovenskej verejnej debate o prvej pomocnej pôžičke Grécku presviedčal hovorca ministerstva financií s vážnou tvárou ľudí, že by šlo o výhodnú investíciu, na ktorej by ešte Slováci zarobili.<sup>701</sup> Koncom mája 2010 som sa ocitol v diskusii o prehĺbujúcej sa eurokríze vo verejnoprávnej televízii, ktorá mi na nasledujúce roky utkvela v pamäti.<sup>702</sup> Štátny tajomník ministerstva financií a bývalá viceguvernérka NBS, zodpovedná za prístupové procesy do eurozóny, ma v nej presviedčali, že obavy z hroziacich defaultov členov eurozóny sú nebezpečným a absolútne nepodloženým šírením poplašných správ. Štvrtý pozvaný hosť, ekonóm komerčnej banky, podložil eurooptimizmus ostatných hostí a hlúposť trhov signalizujúcich problémy aj vhodne vybranými dátami: „...riziková prírážka Grécka na príklad vyletela na fundamentálne neodôvodnené úrovne... Grécko má podľa ratingovej agentúry S&P prvý neinvestičný stupeň ratingu, to znamená, že jeho kredibilita podľa S&P je porovnateľná s Rumunskom... Opäť, keď sa tu ad absurdum nafukujú niektoré strašiaky, podľa štatistiky agentúry S&P za posledných 30 rokov približne 6 percent z emitentov, ktorým bol znížený rating na neinvestičný v horizonte desiatich rokov naozaj aj skrachovalo... čo znamená, že 94% si rating zlepšilo alebo udržalo... na danie do kontextu.“ Obhajobu Grécka ratingom som po globálnom fiasku ratingových agentúr v americkej finančnej kríze nečakal. Celé to zaklincoval argument nezávislou autoritou: „Šéf najväčšej talianskej banky pripisuje pravdepodobnosti defaultu Grécka dve percentá. To znamená, že s 98-percentnou pravdepodobnosťou si myslí, že k nemu nedôjde.“ O jeden rok neskôr Európska centrálna banka nákupmi talianskych dlhopisov zachraňovala pracovné miesto citovaného šéfa, o dva roky Grécko svoj dlh nakoniec skutočne reštrukturalizovalo.

## Európska verzia „príliš veľký na to, aby padol“

Ochranný val v podobe dočasného spoločného pôžičkového fondu eurozóny nefungoval. Potom, ako o pomoc z neho požiadali koncom roku 2010 Írsko a Portugalsko, bolo každému jasné, že v ňom zostalo na rozdávanie už len pár centov efektívnej úverovej kapacity. Grécku opäť došlo vreckové. Stodesať miliárd eur prvej pôžičky, ktoré mali krajine vystačiť až do roku 2012, keď úradníci trojky (predstavitelia Európskej komisie, Európskej centrálnej banky a Medzinárodného menového fondu, ktorí tvorili akčnú skupinu riešiacu problémy eurozóny) naplánovali jeho návrat na súkromné trhy, sa minulo už po 12 mesiacoch. Prvý záchranný úver Grécku bol z väčšej časti použitý na uhradenie záväzkov krajiny voči zahraničným súkromným investorom do gréckeho štátneho dlhu. Tie dostali banky, poisťovne či investičné fondy. Horúci zemiak nesplateľných záväzkov predĺženého štátu sa len prehodil zo súkromných rúk do rúk daňových poplatníkov eurozóny. Ďalšia pôžička sa európskym politikom doma pred voličmi vysvetľovala ťažko, preto európski lídri začali okrem otvárania peňaženky daňovníkov hovoriť aj o „dobrovoľnej“ reštrukturalizácii dlhu súkromným sektorom. Bol to eufemizmus pre default, ktorému sa únia od začiatku urputne snažila vyhnúť. Čiastočný alebo dočasný, ako ho nazvala ratingová agentúra Fitch, ale default. Desať krízových zasadnutí európskych predstaviteľov venovaných<sup>703</sup> záchrane Grécka bolo potrebných počas jediného roka 2011, aby bol v lete prijatý ďalší súbor opatrení. Reštrukturalizácia dlhu súkromného sektora<sup>704</sup> mala spočívať v dobrovoľnej výmene starých za nové grécke dlhopisy, ktorá bola dohodnutá s The Institute of International Finance (IIF – medzinárodné lobistické zoskupenie najväčších bánk a poisťovní držiacich grécky dlh). Celkový príspevok súkromného sektora sa odhadoval na 37 miliárd eur a priemerný haircut na dlhopisoch mal dosiahnuť 21% z čistej súčasnej hodnoty. Spolu s „dobrovoľnou“ reštrukturalizáciou bol Grécku prisľúbený druhý balík v celkovej hodnote 109 mld. eur, ktorý spočíval v natihnutí splatnosti existujúcich záväzkov voči Európe, znížení úrokov na existujúcich dlhoch a nových úveroch krajine.

V súlade s dovtedajšou stratégiou láskavého prístupu k bankám sa dohodnutá dobrovoľná účasť súkromného sektora skôr podobala na výhodný obchod, než na trest za chybné rozhodnutia. Investori mohli vymeniť staré dlhopisy kryté len sľubom gréckej vlády pri omnoho vyšších cenách, než za aké sa vtedy obchodovali na trhu. Na revanš im boli prisľúbené grécke dlhopisy kryté kvalitnou zábezpekou so zaujímavým úrokom. Vzhľadom na to, že návrh pripravovali finančníci, ktorí mali náklady reštrukturalizácie niesť, to nie je prekvapivé. Absencia odporu a snahy vyjednávať zo strany demokraticky volených zástupcov, ktorí by mali strážiť peniaze daňových poplatníkov eurozóny, prekvapila aj samotné banky. Deutsche Bank by podľa informácií nemeckého média Welt am Sonntag súhlasila s odpísaním až 50% z dlhu, no v IIF ju francúzske banky presvedčili, že tak ďaleko ísť netreba. Nemecká

poistovňa Allianz a banka Commerzbank boli pripravené ponúknuť 30%. S dohodnutými 21% mala nakoniec Deutsche Bank údajne na celej transakcii dosiahnuť ešte mierny zisk.<sup>705</sup>

Grécky dlh mal paradoxne po takejto reštrukturalizácii za spoluúčasti súkromného sektora ešte viac narásť. Grécko si na krytie nových štátnych dlhopisov dlhopismi s AAA ratingom malo z eurovalu požičať viac, než by ušetrilo vďaka odpusteniu časti istiny súkromnými veriteľmi. Domingo Cavallo, minister financií Argentíny z obdobia jej posledného defaultu, v tejto dohode našiel argentínske paralely. Celú operáciu prirovnal k situácii v jeho krajine v lete 2001. Vtedy došlo k radikálnemu zvýšeniu finančnej pomoci zo strany Medzinárodného menového fondu v snahe predísť tomu, čo by ratingové agentúry označili čiastočným defaultom. Touto zúfalou snahou odkladať bolestivé, no nevyhnutné sa premeškala šanca reštrukturalizovať dlh v čase, keď mala krajina ešte pomerne vysoké rezervy a vklady obyvateľstva zatiaľ masovo neutekali. Následný neriadený default začiatkom roku 2002 ukázal, že zdroje z MMF sa namiesto záchrany súkromných investorov mohli lepšie využiť na riešenie následkov riadenej reštrukturalizácie dlhu – stabilizáciu domáceho bankového sektora a financovanie verejnej správy v prechodnom období. Medzinárodný menový fond nakoniec v roku 2004 pripustil, že v pomoci Argentíne spravil zásadné chyby.<sup>706</sup> Ospravedlnil sa za spackanú pomoc, ktorá viedla k neriadenému bankrotu. Chyby, ktoré spravil v Grécku, fond priznal v správe z roku 2013.<sup>707</sup>

Prípád Grécka ukázal, ako môže v zle fungujúcej menovej únii aj malý a nevýznamný člen vydierať ostatných hrozbou defaultu a vystúpenia z únie v prípade, že mu nepošlú peniaze alebo neodpustia časť záväzkov.<sup>708</sup> Ohrozenie finančnej stability eurozóny umožnilo krajinám ako Grécko, Taliansko či Španielsko, aby donútili úniu k transferom bohatstva a k zapojeniu spoločnej centrálnej banky do riešenia ich problémov v snahe zabrániť ich defaultu. Tak ako niektoré americké banky boli pre USA „príliš veľké na to, aby padli“, boli pre eurozónu niektoré krajiny príliš systematicky dôležité, aby bol pripustený ich default. Ich štátny dlh bol v majetku finančného sektora celej eurozóny a strata časti jeho hodnoty by mohla ohroziť fungovanie nedostatočne kapitalizovaných, ale gigantických európskych bánk.

## Tučný grécky default

*„Tak čo, zas ideš zbankrotovať Grécko?“ uštipačne ma uvítal pri dverách televízneho štúdia chronicky eurooptimistický bankový ekonóm, s ktorým sme sa už vyše roka, od začiatku eurokrízy pravidelne stretávali v diskusiách k problémom v eurozóne. Ja ako zlý, on ako dobrý policajt. Začiatkom roku 2012 sa mi to konečne podarilo. Popísaná, v lete 2011 navrhnutá reštrukturalizácia dlhu Grécka voči*



súkromným veriteľom vo výške ani nie štvrtiny ich pohľadávok bola príliš optimistická. Ďalšie zhoršenie situácie a nedosahovanie plánovaných úspor sa skončilo odpisom 53,5% nominálnej hodnoty dlhu v marci 2012. Reštrukturalizáciou zmizlo približne 100 mld. eur dlhu. Išlo o mĺňnik. Koniec predstierania, že problémom eurozóny sú hysterické trhy a svorky špekulantov. Default Grécka predstavoval prvý klinec do rakvy škodlivého mýtu živeného politikmi, že dlh vyspелých štátov je bezrizikovým aktívom.<sup>709</sup> Bol prvým defaultom demokracie západného typu od medzivojnového obdobia, pri ktorom bola zne-svätená nedotknuteľnosť držiteľov štátnych dlhopisov.<sup>710</sup> Zároveň išlo o najväčší default a reštrukturalizáciu dlhu v histórii. Z prvej priečky zosadil aj preslávený default Argentíny z roku 2002. V prípade Grécka však default nevyvolal beh na úspory v bankách a vyberanie hotovosti. Ten už bol dávno v plnom prúde. Už koncom roka 2009, na začiatku eurokrízy, prišli grécke banky o tretinu vkladov. Vďaka podpore z Európskej centrálnej banky však nešlo o šprint, ale niekoľko rokov trvajúci maratón s viacerými intenzívnejšími úsekmi. Odliv hotovosti z gréckych bánk smerom do skryš v matracoch, mrazničkách či do zahraničia musela grécka vláda riešiť aj tajnými leteckými dodávkami bankoviek z iných krajín eurozóny, aby uspokojila vysoký dopyt bez vyvolania totálnej paniky.<sup>711</sup> Hotovosť v gréckej ekonomike vďaka nedôvere v miestne banky od začiatku dlhovej krízy poskočila z 20 na 48 miliárd eur, teda až na 25% gréckeho HDP. Napriek bezprecedentnému defaultu to nemala krajina vyhraté. Aj po obrovskej reštrukturalizácii bol grécky dlh stále na neudržateľných 176% HDP. To bolo o vyše 30% viac, ako na rok 2012 naplánovali pre Grécko predstavitelia trojky ešte v roku 2010, keď nemohli tušiť, že si krajina ulaví defaultom. Reštrukturalizácia sa nevztahovala na dve tretiny celkového dlhu, ktorý sa podarilo cestou pôžičiek z eurovalu a ECB presunúť do rúk daňových poplatníkov. Po tomto čiastočnom defaulte Grécka európsky verejný sektor držal už viac než tri štvrtiny nesplateľného gréckeho dlhu. Ďalšia reštrukturalizácia, ktorá je len otázkou času, preto už nebude bolieť súkromný sektor, ale daňovníkov eurozóny.

Viac než sedem rokov trvajúca ekonomická depresia, pri ktorej krajina stratila viac než 20% reálneho HDP na obyvateľa, je tragickým dôsledkom odkladania bolestivých, no nevyhnutných opatrení európskymi predstaviteľmi. Obrovská nezamestnanosť, keď z 11,5 milióna obyvateľov v pokrízových rokoch pracovalo oficiálne iba 3,7 milióna, ilustruje, kam až môže krajina klesnúť, keď sa stane rukojemníkom záujmov zahraničných veriteľov a neschopnosti vlastnej politickej triedy implementovať radikálne, no potrebné opatrenia.

*Dlhodobá vysoká nezamestnanosť a beznádej pomáhala rastu popularity fašistických a nacionalistických psychopatov a intenzívnej emigrácii. Podľa nemeckého štatistického úradu odišlo v prvom polroku 2012 do Nemecka viac ako 16 000 Grékov, čo bol 80-percentný medziročný nárast.<sup>712</sup> Vďačnosť za európsku „pomoc“ by ste v krajine hľadali márne. Záchranárske práce Európy mumifikovali grécku tragédiu a vytvorili radikálnu neistotu o budúcnosti Grécka, ktorá odrádzala zahraničných investorov od nákupu často veľmi lacných aktív v tejto krajine. Grécky akciový trh sa prepadol o vyše 90%, čo je viac než prepad akcií v USA počas Veľkej hospodárskej krízy. Európska „solidarita“ urobila z Grécka finančného zombíka – mŕtvolu, ktorá na svoje fungovanie potrebuje neustálu finančnú podporu zo zahraničia. Kľúčový a neriešený problém absurdne vysokého dlhu bránil od začiatku krízy príchodu zahraničného kapitálu vytvárajúceho pracovné miesta. Investori mali strach, že po nákupe aktív a rozbehnutí podnikania bude hodnota investície zlikvidovaná zavedením drachmy, občianskou vojnou alebo iným riešením predĺženia gréckeho štátu. Spolu s katastrofickým podnikateľským prostredím v krajine to viedlo k vyčkávaniu zahraničných investorov za dverami.*

### ECB dala dole Rytiera a zachraňuje Taliansko

Začiatkom leta 2011 začali rásť úroky aj na talianskom dlhu, čo túto krajinu pomaly tlačilo k platobnej neschopnosti. No Taliansko je už iná liga. Kým hrozil default trpaslíkov typu Grécka alebo Portugalska, dalo sa ešte tváriť, že ide o lokalizovateľné požiare v princípe fungujúcej menovej únie. Problémy s refinancovaním jedného z najdôležitejších štátov únie s gigantickým dlhom 1 900 miliárd eur odhalili, že problém je omnoho vážnejší. Euru išlo o prežitie. Katastrofický scenár predstaviteľov únie z roku 2010, ktorému mal zabrániť euroval a zapojenie tlačiarne ECB, sa začal naplňať. Nákaza sa rozšírila. Talianske štátne dlhopisy boli rozptýlené nielen po európskych bankách, poisťovniach a dôchodkových fondoch, ale po celom svete, napríklad aj v amerických peňažných fondoch. Ich reštrukturalizácia by mohla byť detonáciou, ktorá by mohla zložiť už i tak vetchý a nestabilný finančný systém západného sveta. Do takéhoto rizika nebol ochotný ísť žiadny európsky politik.

Európska centrálna banka začala na podporu krajín nakupovať talianske a španielske štátne dlhopisy. Nebolo to zadarmo. Trichet poslal ďalšie listy popredným politickým predstaviteľom členských krajín. Jeden do Španielska a druhý vláde bonvivána, milovníka žien, mediálneho magnáta, politika, komika nud-

ných európskych oficiálnych stretnutí, premiéra Silvia Berlusconiho prezývaného Rytier. ECB v listoch nadiktovala vládam kroky, ktoré mali spraviť v hospodárskej politike a úspory vo verejných výdavkoch, aby si uchovali aspoň zvyšky kredibility na trhoch. Trichet v liste Berlusconiemu stanovil ostrým tónom dokonca aj termín na prijatie požadovaných zákonov a reforiem – 30. septembra 2011. Po výzve talianska vláda skutočne prišla s balíkom opatrení na ušetrenie 60 miliárd eur, ktorý obsahoval viaceré z navrhovaných krokov. Berlusconiho nakoniec nepopulárne úsporné opatrenia a tlak zo zahraničia stáli premiérsku stoličku. Po prijatí reformného balíka v parlamente Rytier ohlásil svoju predčasnú rezignáciu. Do riadnych volieb v roku 2013 bol na jeho miesto dosadený bývalý európsky komisár, ekonóm, technokrat Mario Monti, ktorý sa snažil pokračovať úsporných opatreniach.

Okrem nákupov dlhopisov centrálnou bankou mali upokojiť trhy aj ďalšie novinky z dielne eurokratov. Dočasný euroval (European Financial Stability Facility EFSF) mal prejsť zásadným tuningom a mal k nemu pribudnúť nový, teraz už trvalý klon. EFSF mala dosiahnuť po ratifikácii všetkými členskými krajinami efektívnu úverovú kapacitu 440 miliárd eur zvýšením garancií zúčastnených štátov na 780 miliárd eur.<sup>713</sup> V pláne bola aj kreatívna finančná inovácia, ktorá mala prepákať efektívnu kapacitu fondu na jej niekoľkonásobok tým, že zdroje vo fonde mali byť použité len ako poistenie na súkromne financované pôžičky problematickým vládam či finančným inštitúciám. Zvýšila by sa tak kapacita fondu, no za cenu adekvátneho nárastu pravdepodobnosti straty použitých peňazí. „*Hľadáme mechanizmus, ako z jedného eura urobiť v EFSF päť,*“ popísal finančnú alchýmiu eurokomisár Olli Rehn. Zmeniť sa mali aj právomoci fondu. Kým pôvodne mohli z neho čerpať úvery iba problematické krajiny, po novom malo byť možné poskytovať pôžičky aj priamo na refinancovanie a rekapitalizáciu súkromných bánk v členských krajinách a dokonca nakupovať vládne dlhopisy na sekundárnom trhu. Únia sa týmto krokom snažila odbremeniť Európsku centrálnu banku od nakupovania štátnych dlhopisov, ktoré nebolo v súlade so zmyslom Lisabonskej zmluvy, ani v súlade s imidžom politicky nezávislej centrálnej banky. Vytvoril sa Európsky stabilizačný mechanizmus, ktorý mal byť trvalou formou eurovalu.

## Slovenský parlament zachraňuje svet

Ratifikácia zmien v dočasnom eurovale sa zasekla na Slovensku. Viaceré zo strán vládnej koalície získali v parlamentných voľbách v marci 2010 časť voličských hlasov odmietaním záchranných úverov Grécku. Argumentovali chudobnejšími pomermi na Slovensku a morálnym hazardom vyplývajúcim zo záchrany súkromných veriteľov krajiny. Na prvej pôžičke Grécku, ktorá ešte išla mimo eurovalu, sa preto Slovensko ani nezúčastnilo. Eskalácia krízy, tlak zo zahraničia a z európskych inštitúcií, ale aj vnútrokoaličné spory viedli k tomu, že tri zo štyroch



vládných strán boli v októbri 2011 ochotné reformu dočasného eurovalu podporiť. Strana Sloboda a solidarita predsedu parlamentu Richarda Sulíka bola principiálne proti. Premiérka Iveta Radičová prekvapivo spojila hlasovanie o eurovale s vyslovením dôvery vláde. S opozíciou hlasujúcou v parlamente nie z princípu, ale strategicky proti vládnym stranám to znamenalo, že zákon parlamentom bez pádu vlády neprejde.

Hroziace pozastavenie ratifikácie zvýšenia kapacity záchranného fondu malým a z hľadiska európskych záležitostí nevýznamným Slovenskom vyvolalo obrovský tlak na domácich politikov zo zahraničia. Na chvíľu mohla slovenská verejnosť v priamom prenose sledovať zvyčajne skrytý mechanizmus fungovania demokracie v európskych štruktúrach. Zahraničná intervencia do nezávislého rozhodovania slovenského parlamentu zašla tak ďaleko, že predseda Európskej komisie Barroso tesne pred hlasovaním odkázal Slovákom, že verí, že budú hlasovať „*tak ako treba*“. Len ťažko si predstaviť, že by svoju dobre mienenú radu podobným spôsobom predostrel napríklad Francúzom pri nejakom dôležitom hlasovaní ich parlamentu. Vraj keď to už ostatní schválili, musí aj Slovensko. Kto čerpá výhody z členstva, musí zároveň platiť členské. Takýto argument ignoroval skutočnosť, že toto združenie od slovenského vstupu zásadným spôsobom zmenilo pravidlá na svoje fungovanie bez toho, aby sa ktokoľvek spýtal Slovákov, či sa im to páči alebo nie. Európa však potrebovala zo Slovenska dostať dobrovoľné áno za každú cenu. Úradníci a politici sa báli, že na dohodovanie inej formy pomoci periférii bez Slovenska jej už trhy nedajú dosť času. Na druhej strane dobrovoľnosť účasti takej malej, chudobnej a nevýznamnej krajiny, ako bolo Slovensko, bola jediným spôsobom, ako obísť článok 125 Lisabonskej zmluvy, ktorý zakazoval ručenie menovej únie za dlhy jej jednotlivých členov. Sulík sľub splnil a zákon nepodporil. Vláda padla. Vynovený dočasný euroval prešiel parlamentom v druhom čítaní, keď konečne slovenskí politici hlasovali tak, ako bolo treba. Tentoraz aj s podporou opozičného Smeru výmenou za predčasné voľby, v ktorých táto strana zdrvujúco vyhrala.

Nevídaným záujmom svetových médií sa v inak zaspatej, provinčnej Bratislave dali uniesť mnohí domáci politici a komentátori. Uverili, že v slovenskom parlamente sa hlasuje o smrti či živote eura, či dokonca o osude svetových finančných trhov. Náhla dôležitosť politikov malej, chudobnej postkomunistickej krajiny bola síce lichotivá, no iba zdanlivá. Ak by facelift eurovalu v Bratislave neprešiel, asi by to vystrašilo trhy. Na pár dní, kým by kreatívni byrokrati v centre neprišli s novým výmyslom, ktorý by Slovensko jednoducho obišiel. Aj do Grécka išla prvá pôžička bez Slovenska. Keď úradníci v Bruseli niečo skutočne chcú, potom sa vždy nájde riešenie, ako to dosiahnuť. Európa slovenské áno nepotrebovala pre jeho peniaze, ale z marketingových dôvodov. Nemeckému alebo francúzskemu politikovi by sa doma omnoho ťažšie vysvetľovali výhody eurovalu, ak by zo Slovenska trčal k tejto otázke zdvihnutý prostredník. Neúčast Slovenska by narúšala zdanie jednotného postupu celého klubu a slovenskí zástupcovia v európskych štruktúrach

by mali nejaký čas ťažší život. No dobrovoľnosť znamená aj možnosť povedať nie, a diplomati berú za oznamovanie nepríjemných správ plat. Neschopnosť slovenských politikov v dohadovaní, servilnosť a absencia odvahy presadzovať záujem svojich voličov viedli k tomu, že uvalili na slovenských daňovníkov riziko vysokých budúcich nákladov. Vzhľadom na výpočet podielu na pomoci na základe počtu obyvateľov a veľkosti HDP, ktoré na Slovensku významne nadhodnocuje bohatstvo obyvateľstva, bola táto záťaž výrazne vyššia ako v prípade ostatných členov.

Absurdnosť presvedčenia, že slovenské nie mohlo potopiť euro či svetový finančný systém, ukázal nasledujúci vývoj. Niektoré kľúčové zmeny, na ktorých mala stáť budúcnosť eura, ako zvýšenie kapacity dočasného eurovalu jeho prepákováním na 1 500 miliárd eur, sa napriek schváleniu nepodarilo implementovať ani do konca jeho existencie. Zbytočnosť pádu slovenskej vlády vyplávala na povrch už dva mesiace po tom, ako zmeny vstúpili do platnosti. Vynovený, prešpekulovaný megafond si vzhľadom na zlé podmienky na trhoch netrúfol emitovať dlhopisy za smiešne tri miliardy eur, ktoré mali ísť ako časť úveru do Írska. Pri všetkom divadle pre voličov, ako sa o pomoci hlasovalo v národných parlamentoch, a rozprávkach o tom, ako euroval spasí eurozónu, sa zabudlo, že samotný euroval žiadne peniaze nemá. Euroval bol len fikciou, nástrojom, ako zabezpečiť, aby si už aj tak predĺžená eurozóna mohla požičať ďalšie peniaze. No a ďalšie peniaze trhy už požičiatvať nechceli. Pozornosť sa s rastúcimi úrokmi na štátnych dlhoch preto opäť zamerala na inštitúciu, ktorá mala od začiatku krízy ako jediná moc zabezpečiť dostatočný objem peňazí pre problematické krajiny či banky. Sama ich vyrábala.

## Európska centrálna banka – záchranné koleso pre eurozónu

Na jeseň 2011 medzibankový trh v Európe v podstate zamrzol a mnohé európske banky sa ocitli bez možnosti krátkodobého inštitucionálneho financovania. Refinancovať banky eurozóny nákupom krátkodobého dlhu zrazu odmietali americké peňažné fondy či iné svetové finančné inštitúcie. Hrozil kolaps. Napriek kupovaniu času, existencii väčšieho eurovalu a dovtedajším opatreniam ECB sa išlo ďalej podľa katastrofického scenáru. ECB v snahe zabrániť rozpadu európskeho bankového systému vytvorila tisíc miliárd nových eur a za jednopercenčný úrok<sup>714</sup> ich v dvoch kolách neobmedzených tendrov v decembri 2011 a vo februári 2012 pustila do systému. Tieto nové, trojročné úvery získalo 800 európskych komerčných bánk, ktoré sa do programu prihlásili. Zároveň ECB znížila požiadavky na minimálne rezervy komerčných bánk z 2 na 1%. Banky boli od začiatku eurokrízy európskou Achillovou päťou. Na rozdiel od USA sú komerčné banky v Európe vo finančnom sektore dominantným hráčom. V USA

si veľké podniky sýtia len 30% svojich refinančných potrieb úvermi z komerčných bánk, zvyšok zdrojov získavajú priamo od investorov na dlhopisových trhoch. Podniky v Európe čerpajú od komerčných bánk takmer 90% zdrojov. Banky preto hrali kľúčovú úlohu pri rozhodovaní o protikrizových opatreniach a zároveň mali obrovský priamy či nepriamy vplyv na kroky politikov. Držali v šachu štáty, veľkú časť súkromného sektora a ich vklady. Európske banky sú zároveň oproti tým americkým závislejšie od inštitucionálneho financovania. Podiel úverov k ich vkladom presahoval v kríze 140%, čo robilo banky v periférii veľmi zraniteľnými voči strate dôvery v ich finančné zdravie. Po zamrznutí financovania z bánk jadra im neostávalo nič iné, iba chýbajúce zdroje nahradiť úvermi z eurosystému. V rokoch po vypuknutí eurokrízy financovali pomocou ECB často viac než 10% svojich úverov.

Komunikovaným cieľom programu dvoch kôl trojročných úverov bolo zlepšenie úverovania súkromného sektora, a tým podpora ekonomiky. Likvidita síce pomohla mnohým bankám prežiť, no chuť riskovať úverovaním súkromného sektora v nich novovytvorené peniaze nevyvolali. Lacné finančné zdroje banky použili na vyriešenie problémov s likviditou a v druhom rade na špekulácie s bezrizikovými pre ne štátnymi dlhopismi. V zmysle hesla *„sme na rovnakej lodi, buď prežijeme, alebo zomrieme spolu“* nakúpili za vytvorené peniaze obrovský objem štátnych dlhopisov. Vedľajším efektom bol pokles úrokov na štátnych dlhopisoch a zmiernenie tlaku na politikov. Napríklad španielske banky, nahrádzajúc neexistujúci zahraničný dopyt, zvýšili za jediný rok od júna 2011 objem držaných štátnych dlhopisov o 70%. Celková suma narástla z 243 na 408 mld. eur. ECB tak zabila dve muchy jednou ranou. Pred bankrotom zachránila bankový kartel a pomohla aj štátom s ich financovaním. Presne v zmysle pôvodných dôvodov vzniku centrálnych bánk.

## ECB a jej kniha plná kúzel

Tendre na trojročné úvery neboli prvými salvami vo vojne centrálnej banky proti kríze. Opatrenia ECB v reakcii na finančnú a neskôr eurokrízu možno rozdeliť do štyroch fáz. V prvej fáze, za ktorej začiatok môžeme považovať august 2007, centrálna banka reagovala na zhoršovanie podmienok na medzibankovom trhu v dôsledku prasknutia realitnej bubliny v USA. ECB sa tento stres vo finančnom systéme snažila liečiť zvýšením frekvencie a natiahnutím lehoty splatnosti refinančných programov, v rámci ktorých si od nej európske komerčné banky požičiavajú peniaze. V druhej fáze od konca roku 2007 do konca roku 2008 bol už veľkou starosťou hroziaci kolaps veľkých finančných inštitúcií. Banka bánk preto začala poskytovať likviditu bez objemového obmedzenia, pričom ešte viac natiahla lehotu splatnosti refinančných úverov, aby banky mohli od nej získať aj strednodobé peniaze. Tretia fáza je charakterizovaná počiatkom krízy dlhov krajín eurozóny začiatkom roku 2010. Na tento najmä európsky problém ECB reagovala spustením nákupu štát-



ných dlhopisov problematických krajín (už spomínaný Securities Markets Programme – SMP), ešte dlhšími nelimitovanými refinančnými programami (Long Term Refinancing Operations – LTRO) a zjemňovaním požiadaviek na kolaterál v týchto úverových programoch. Bankám, ktoré nemali dosť dobrý kolaterál, pomohla ECB programom Emergency Liquidity Assistance (ELA), cez ktorý si mohli eurá vytvoriť národné centrálné banky samy, a poskytnúť ich lokálnym bankám výmenou aj za biednu zábezpeku. Ďalším dôležitým prelomom v boji centrálnej banky s eurokrízou bolo oznámenie neobmedzeného nákupu štátnych dlhopisov krajín eurozóny v prípade potreby cez program Outright Monetary Transaction (OMT) v lete 2012.<sup>715</sup> Vo štvrtej fáze, zatiaľ poslednej fáze sa centrálna banka zároveň snažila dostať peniaze z bánk do súkromného sektora zápornou sadzbou na vkladoch komerčných bánk v ECB a dlhodobými úvermi (TLTRO) zameranými na súkromný sektor. Dočkali sme sa aj oneskorenej európskej verzie kvantitatívneho uvoľňovania. Všetky programy majú napriek mäťúcim skratkám a rôznorodým detailom rovnakú podstatu. Sú snahou o riešenie európskych problémov vytváraním nových eur alebo aspoň uľahčením ich vytvárania bankami. Tieto nové eurá mali pomôcť vyriešiť nesolventnosť bánk a neschopnosť štátov splácať svoje dlhy.

### Nie LOTR, ale LTRO bol pánom prsteňov v Európe

Kým najdôležitejším monetárnym programom amerického Fedu bolo kvantitatívne uvoľňovanie, hlavným čarovným prsteňom boli v Európe programy dlhodobých úverov. Súvisí to so špecifikami fungovania jednotlivých bankových systémov. Kým európske komerčné banky si pravidelne a štandardne pri zvýšenej potrebe financií požičiavajú od centrálnej banky, v USA je s takýmito priamymi pôžičkami spojená stigmatizácia a riziko straty dôvery ostatných inštitúcií. Fed preto dodáva likviditu bankám skôr než priamymi úvermi nepriamo cez nákupy finančných aktív od primárnych dilerov – siete privilegovaných bánk s právom robiť obchody priamo s centrálnou bankou. Týmito obchodmi a množstvom nových dolárov, ktoré pustí do obehu, potom Fed ovplyvňuje objem rezerv na medzibankovom trhu a úrok, za ktorý si ich banky krátkodobo navzájom požičiavajú.

Dlhodobé refinančné operácie (Long Term Refinancing Operations – LTRO) sú mutáciou štandardného krátkodobého úverovania komerčných bánk ECB v rámci takzvaných hlavných refinančných operácií (Main Refinancing Operations). V rámci MRO banka získa úver so splatnosťou jeden týždeň výmenou za kolaterál v podobe cenných papierov požadovanej kvality. Program LTRO realizujú jednotlivé národné centrálné banky, ktoré spolu tvoria eurosystém. Nie ECB, ale národné centrálné banky dopytujúcim domácim komerčným bankám výmenou za kolaterál pripisujú na ich účty novovytvorené rezervné eurá. Ako ich názov naznačuje, LTRO mali na rozdiel od MRO splatnosť v mesiacoch, neskôr dokonca v rokoch,

čo umožnilo ľahšie plánovanie tokov hotovosti a stabilný prístup k dlhodobejším zdrojom pre banky. LTRO sa začali vyžívať už v roku 2007 a postupne so stupňovaním eurokrízy sa ich splatnosť predlžovala z 1 na 3, 6 a nakoniec až 36 mesiacov. V kríze boli kľúčovým kanálom dodávania nových eur do Eurosystému. Banky nové eurá skutočne potrebovali. V európskom bankovom systéme boli behy na banky hneď na dvoch úrovniach. Prvý, rýchlejší prebehol tak ako v USA na medzibankovom trhu, kde bežali banky na banky. Strata dôvery v životaschopnosť protistrany viedla k vyschnutiu krátkodobého financovania dlhodobých aktív komerčných bánk inými komerčnými bankami. Peniaze bánk jadra, ktoré pomáhali financovať dlhový boom periférie, sa začali vracieť domov. Absencia inštitucionálneho investovania a dopytu po ich dlhopisoch priviedli banky z periférnych krajín na pokraj bankrotu a bez pomoci sociálnej poisťovne bankárov by museli byť zlikvidované. Pred kapitalistickým peklom ich zachránili tisícky miliárd eur likvidity z centrálnej banky. Podiel úverov z Eurosystému na celkových záväzkoch bánk v Taliansku dosiahol 7%, v prípade Španielska a Portugalska 10 a Grécka až 20%. V niektorých oblastiach prebiehal však už aj spomalený beh na banky zo strany firiem a obyvateľstva, ktoré z nich vyberali vklady. Ľudia vystrašení z nestability bánk periférie menili svoje peniaze na účte na hotovosť alebo ich presúvali do bánk jadra. Útek vkladov z bánk bol najvýraznejší v Grécku a v Írsku, no pozorovať ho bolo možné aj v Španielsku najmä od druhej polovice roku 2011. V roku 2012 tam vklady medziročne klesli o viac než 6%.

Ak sa pozrieme na distribúciu sociálnych dávok z Eurosystému, potom najviac nových eur vznikalo v krajinách PIIGS, čiže periférie vrátane Talianska. Len samotné španielske banky v roku 2012 čerpali z LTRO 350 miliárd novovytvorených eur. Naopak holandské alebo nemecké banky načreli do zázračnej bezodnej peňaženky ECB minimálne. Peňazí mali skôr nazvyš, keďže ich počas krízových rokov stiahli z periférie. Na sociálnych dávkach financovaných zlými peniazmi však nezarobili iba preživšie PIIGS banky. Deň otvorených dverí na spoločnej euro-tlačiarňu bez ostychu využili aj komerčné banky, ktoré takúto pomoc nepotrebovali. Veď kto z obyčajných smrteľníkov, ktorí si musia požičiavať za trhovú úrok, by pri viac ako 2-percentnej cenovej inflácii odolal sociálnym trojročným úverom v neobmedzenom objeme len za 1%? Dotácia vytvorila pre banky priestor na bezrizikové a bezprácne zbohatnutie. Mnohé banky z LTRO načerpané peniaze investovali do dlhopisov štátov, v ktorých sídlili.<sup>716</sup> Osudy komerčných bánk sú úzko spojené s osudmi štátov, v ktorých pôsobia. V prípade problémov banky garantuje štát jej záväzky cez poistenie vkladov a ako ukazuje európska prax, je takmer nepredstaviteľné, aby štát väčšiu banku nakoniec nezachránil. Naopak vzhľadom na nestabilitu bankovníctva s frakčnými rezervami a nemožnosť prežitia komerčných bánk bez podpory zo strany štátnej centrálnej banky je zas nepredstaviteľný scenár bankrotu štátu bez kolapsu jeho bankového sektora. Komerčná banka preto nákupom domáceho štátneho dlhopisu relatív-

ne nezvyšuje svoje riziko. Pri tomto zarobku z úrokov a zhodnotenia nakupovaných dlhopisov išlo preto o bezrizikový úrokový arbitráž, bez vytvorenia akejkoľvek hodnoty pre spoločnosť. Jachty, hodinky a hodiny jogy bankárov tak zaplatil zvyšok ekonomiky.

### Čakanie na infláciu – európska verzia

Vďaka LTRO vytvorené eurá mali podobne ako doláre vzniknuté pomocou QE pre mnohých nečakane malý efekt na veľkosť celkovej peňažnej zásoby ovplyvňujúcej ceny a ekonomiku. Katastrofálna cenová inflácia sa nekonala. Napriek tendrom LTRO v objeme takmer 1 000 miliárd eur z koncu roka 2011 a začiatku 2012 sa medziročné tempo rastu peňažnej zásoby zvýšilo len mierne, a to z 1% na jar 2011 na 5% v lete 2012. Dôvody boli podobné ako v USA. Nie rast súvahy, ale konečný efekt jej zmien na peňažnú zásobu určuje výšku inflácie. Platí to aj naopak, znižujúca sa súvaha ECB po splácaní úverov LTRO komerčnými bankami automaticky neznamena defláciu. Komerčné banky odmietali v tvorbe peňažnej inflácie uverovaním s ECB spolupracovať. Príliš sa obávali o svoju existenciu na to, aby v zložitom ekonomickom prostredí riskovali ďalšie straty expanziou uverov súkromnému sektoru. Časť získaných zdrojov z ECB preto držali ako rezervu likvidity. Po spomínaných tendroch držali banky až 820 miliárd na účtoch ECB v podobe nadbytočných rezerv. Ak k tomu pripočítame hotovosť bank, objem presiahne 1 000 miliárd.

Na novovzniknutých rezervných eurách sa nevybudovala obratená pyramída pôžičiek a ich dosah na zväčšenie peňažnej zásoby bol len malým zlomkom teoreticky možnej multiplikácie. Expanziu uverov bránil nedostatok kapitálu vyčerpaného stratami bank. Ten nemohli odstrániť ani nové zle peniaze z ECB v podobe ďalších pôžičiek. S úverovou expanziou váhali aj silnejšie banky jadra. Okrem ťažko predvídateľného vyvoja ekonomiky prispela aj regulátorom vytvorená neistota o budúcej podobe nastavenia regulačných pravidiel. Zvýšenie podielu vlastného kapitálu na požadovaných 9% v novom balíku regulačných pravidiel Basel III, sa v mnohých prípadoch ľahšie dosahovalo transformáciou aktív na bezrizikovú hotovosť ako získavaním dodatočného kapitálu. Protežované štátne dlhopisy podobne ako hotovosť nevyžadujú viazanie žiadneho kapitálu. Najdôležitejším efektom vytvárania nových eur centrálnou bankou preto nebola podpora nového uverovania súkromného sektora, sprevádzaná rýchlou expanziou peňažnej zásoby, ale suplovanie nefungujúceho medzibankového trhu a podpora dopytu po štátnych dlhopisoch. Novú úlohu ECB v bankovom sektore možno ilustrovať takto. Pred krízou požičiavala nemecká banka A španielskej banke B miliardu eur. Po vypuknutí krízy vystrašení nemeckí bankári žiadali investované peniaze svojich vkladateľov späť. Španielska banka ich však nemala na účte, ale boli investované v úveroch v ne



likvidnom, skolabovanom sektore nehnuteľností. Na to, aby vedela splatiť svoje záväzky, potrebovala premostovací úver z refinančných programov ECB. Centrálna banka sa tak na medzibankovom trhu stala bohatým strýkom, ktorý zoberie na seba riziko nesolventnosti bánk a poskytne preklenovaciu likviditu. Vytvorené eurá poslala ako úver banke B a tá nimi splatila záväzok do Nemecka banke A. Banka A ich však z veľkej časti nevyužila na nové úvery domácnostiam a podnikom, ale vzhľadom na zhoršené ekonomické prostredie ich držala na úročenom účte v centrálnej banke. Peniaze, ktoré z ECB vyšli, sa tak do nej aj vrátili. Nové eurá nepôsobili v ekonomike, ale nečinne sedeli v centrálnej banke.



### Kvalitatívne uvoľňovanie ECB

Aby sa mohli komerčné banky naplno obslúžiť na európskej tlačiarňi peňazí, bolo nutné odstrániť jednu prekážku. Keď si chce komerčná banka od ECB požičať peniaze, potrebuje kolaterál v podobe finančných aktív. Výnos z jeho predaja by mal pokryť straty ECB v prípade, že by komerčná banka úver nesplácala. Aby bol prípadný predaj zábezpeky rýchly a bez straty jej hodnoty, zložené cenné papiere, dlhopisy alebo úvery mali mať vysoký investičný rating od kartelu ratingových agentúr, posväteného štátnym regulátorom. Pri menej kvalitných a menej likvidných aktívach sa aplikoval haircut, čiže diskont na ich hodnotu pri ich započítavaní voči čerpanému úveru.<sup>717</sup> Pre štátne dlhopisy všetkých krajín eurozóny, s výnimkou Írska, Grécka<sup>718</sup> a Portugalska, ktorým výrazne klesol rating, bol haircut v roku 2012 vo výške 0,5 – 5,5% v závislosti od lehoty splatnosti dlhopisov. Pre tri spomenuté krajiny bol haircut 5,5 – 10,5%.<sup>719</sup> Vysoko likvidných finančných aktív s dobrým investičným ratingom však nie je nekonečné množstvo a v bankovom sektore sú vzácne. Navyše znižovanie ratingu rôznych finančných aktív ratingovými agentúrami automaticky zmenšovalo objem kolaterálu, ktoré mali európske banky k dispozícii na svoje refinancovanie v ECB. Na to, aby centrálna banka podporila celkový objem čerpaných zdrojov z programov LTRO, preto postupne s eskaláciou krízy znižovala minimálnu požadovanú kvalitu kolaterálu v jej refinančných obchodoch.<sup>720</sup> Množstvo finančných aktív, ktoré bolo možné použiť ako záruku pri získaní nových eur z ECB, tak exponenciálne rástlo. Nedostatok kolaterálu, ktorý by sa dal v centrálnej banke vymeniť okamžite za peniaze, viedol štáty a ich banky ku kreatívnym krokom. Taliansky štát umožnil komerčným bankám použiť štátne dlhopisy na nákup vojenských kasární, úradov a iných štátnych budov, ktoré sa štát snažil predáť. Štát si tieto budovy následne späť od bánk prenajímal. Zmysel takéhoto obchodovania bánk so štátom spočíval v tom, že banky mohli takto získať majetok, generujúci príjem, použiť na krytie svojich novovydaných dlhopisov. Tie následne použili ako kolaterál pri čerpaní nových úverov z ECB, pričom zároveň došlo k znižovaniu vykazovaného štátneho dlhu Talianska. Poklesol o štátne

dlhopisy získané z predaja nehnuteľností. Kým pred krízou držal Eurosystém ako záruku najmä štátne dlhopisy a bankové dlhopisy s vysokým ratingom, počas krízy narastal objem exotických finančných aktív, ktorých predajná cena na vystresovanom trhu bola otázna.<sup>721</sup> Eurosystém síce oproti poskytnutým úverom drží viac ako dvojnásobný objem kolaterálu, no z neho bolo v roku 2012 iba 15% štátnych dlhopisov. Zvyšok tvorili dlhopisy bánk, cenné papiere kryté aktívami, dlhopisy firiem, zmenky alebo úložky. Až štvrtinu kolaterálu, ktorý dostali centrálné banky ako záruku proti úverom, tvorili neobchodovateľné pohľadávky zložené z úverov bánk klientom v eurozóne, napríklad na nákup áut alebo hypoték.<sup>722</sup> Hodnota neobchodovanej zábezpeky sa vzhľadom na neexistujúcu cenu odhaduje na základe modelov. A ako vieme z finančnej krízy, tie znesú všetko.



### Balkánske euro

V roku 2012 ECB selektívne umožnila akceptovanie neobchodovateľného kolaterálu podľa vlastných, lokálnych pravidiel siedmim národným centrálnym bankám – v Rakúsku, na Cypre, vo Francúzsku, v Írsku, Taliansku, Portugalsku a v Španielsku. Tieto centrálné banky následne akceptovali pri úverovaní komerčných bánk aj neobchodovateľné úvery klientom s výrazne vyššou mierou pravdepodobnosti defaultu, ale napríklad aj úvery v zahraničných menách (amerických dolároch, japonských jenoch alebo britských librách). Často dokonca bez obmedzenia minimálnej hodnoty, ktorá bola pre celý Eurosystém nastavená na 500-tisíc eur.<sup>723 724</sup> Peniaze z Eurosystému si bankári mohli cez vybranú národnú centrálnu banku požičať už aj na nový úver, rezidenčnú hypotéku či spotrebný úver klientovi. Straty vyplývajúce z týchto úverových operácií na základe frivolných pravidiel kolaterálu už nemali spadať do štandardného rozdelenia ziskov a strát z vykonávania monetárnej politiky ECB medzi všetkých členov únie, ale niesli ich príslušné národné centrálné banky, rovnako ako prípadné straty z programov ELA.<sup>725</sup> Rôzne pravidlá na akceptovaný kolaterál v jednotlivých centrálnych bankách eurozóny viedli k balkanizácii eurozóny. Rozličné kreditné riziko národných centrálnych bánk v rámci jednej menovej únie pripomínalo situáciu z Balkánu pri rozpade Juhoslávie. Podobné problémy prinieslo obdobie rozpadajúceho sa Sovietskeho zväzu v prvej polovici 90. rokov, keď si tamojšie pobočky ruskej centrálnej banky na Ukrajine alebo v iných republikách vytvárali elektronické ruble podľa vlastnej ľubovôle. Využívali ich na úhradu importu z Ruska, až kým sa ruský medveď nerozhodol susedom tlačiarne na svoje peniaze zničiť

*tým, že v lete 1993 zrušil platnosť sovietskych peňazí na ruskom území vydaných pred rokom 1993.<sup>726</sup> Balkanizácia centrálnych bánk v rámci európskej menovej únie predstavovala pre eurozónu riziko, že trhy začnú rozlišovať medzi kvalitou jednotlivých centrálnych bánk, ktoré garantujú euro na danom území.*

Uvoľnenie pravidiel kolaterálu v Eurosystéme bolo postupným kvalitatívnym uvoľňovaním centrálnych bánk, ktoré stoja za eurom. ECB a Eurosystém z trhu na seba, teda na daňových poplatníkov, preberal z pliec súkromných bánk riziko, podobne ako to robia špeciálne banky v prípadoch ozdravovania bankových systémov. Tento trend treba vnímať v medzinárodnom kontexte. Napriek usilovnému kvalitatívnemu uvoľňovaniu zo strany ECB bol európsky systém centrálnych bánk stále najkonzervatívnejší v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami z veľkej štvorky. Súvaha ECB bola v pomere k ekonomike výrazne menšia, ako napríklad v prípade Bank of Japan, ktorej veľkosť dosahovala takmer 50% HDP. ECB zároveň držala rádovo menej dlhopisov, než napríklad Fed alebo Bank of England. Kvalitnejšie rezervy, ktoré sú ultimátnym krytím zlých štátnych peňazí v podobe zlata alebo zahraničných mien, tvorili preto vyšší podiel na jej súvahe ako v iných centrálnych bankách.



## TARGET 2 zostatky - stopy záchrany bánk periférie zlými peniazmi

Záchranou komerčných bánk vstupom ECB na medzibankový trh došlo k preskupeniu eur v eurozóne. Keď španielska centrálna banka vytvorila nové eurá, ktoré požičala španielskej Bankii, aby za ne mohla splatiť úver z Deutsche Bank, potom sa to v zúčtovacom systéme eurozóny prejavilo ako nový záväzok Španielska voči Eurosystému. Rastúci objem záchranných LTRO úverov sa takto premietal do rastu záväzkov krajín periférie a naopak pohľadávok krajín jadra. Tento vývoj vyvolal diskusie o rizikách, ktoré zdôrazňovali najmä nemeckí ekonómovia, keďže práve Nemecko bolo krajinou s najväčším eurovým účtovným prebytkom. Medzibankové zúčtovanie v eurozóne v reálnom čase zabezpečuje systém TARGET 2, ktorý je vynovenou verziou pôvodného Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET). Prevádzkuje ho Eurosystém, pričom platby medzi jednotlivým komerčnými bankami sa zúčtovávajú v elektronických rezervných eurách, ktoré má každá komerčná banka na svojom účte v národnej centrálnej banke v krajine, kde sídli. TARGET 2 zachytáva geografickú migráciu eur v rámci eurozóny. Ak Mercedes predá auto španielskemu stavebníkovi, ten dá svojej banke platobný príkaz na úhradu na účet dílerovi do Nemecka. Aby eurá išli tam, kam majú, musí španielska centrálna



na banka odpísať príslušnú sumu z rezervného účtu španielskej komerčnej banky a na druhej strane Bundesbank pripíše rovnakú sumu na rezervný účet nemeckej komerčnej banky, kde má predajca účet. V tejto operácii konkrétne eurá opustia španielsky priestor a zavítajú do Nemecka. V zúčtovacom systéme TARGET 2 sa táto transakcia prejaví ako vznik pohľadávky Bundesbank voči Eurosystému oproti záväzku Bank of Spain v rovnakej výške. V normálnych časoch obojsmerné prúde-  
nie kapitálu a statkov zabezpečí, že tieto toky eur sú približne rovnaké. Nedocho-  
dza k rastu záväzkov a pohľadávok z hľadiska jednotlivých členských centrálnych bánk. V uvedenom príklade mohol napríklad stavebník kupovať Mercedes z kontokorent-  
ného úveru na jeho firmu, pričom španielskej banke s financovaním takýchto úverov  
pomáhala na medzibankovom trhu komerčná banka z jadra nemeckými úspora-  
mi. Presne takéto financovanie vlastného exportu domácimi úsporami prebiehalo  
pred krízou v eurozóne. Od začiatku fungovania eurozóny Nemecko nakumulo-  
valo až 665 miliárd eur prebytku účtu obchodnej bilancie voči zvyšku eurozóny.<sup>727</sup>  
Veľké deficity obchodnej bilancie krajín periférie a prebytky kapitálových úč-  
tov krajín jadra sa po tom, ako ECB zachránila periférne banky ich úverovaním,  
premietli do vysokých pohľadávok a záväzkov v rámci TARGET 2 systému. Pred  
krízou išiel z Nemecka do Španielska najprv úver a následne späť platba za expor-  
tovaný tovar a služby. Výsledkom bola nula v zúčtovaní medzi krajinami. Na úhra-  
du záväzkov španielskych bánk však po vypuknutí krízy chýbali peniaze z predaja  
do Nemecka a iných krajín. Chýbajúcu sumu vytvorila z ničoho španielska cen-  
trálna banka rámci programov LTRO, a španielske banky ich poslali do Nemecka.  
V TARGET 2 z týchto operácií vznikol záväzok španielskej a pohľadávka nemeckej  
centrálnej banky voči eurosystému. Deficity a prebytky sú preto zdokumentova-  
ním záchrany bánk tlačением peňazí. Možno ich vnímať aj ako elektronické sle-  
dovanie migrácie „španielskych“ či „talianskych“ eur do komerčných bánk iných  
členov. Nemusí ísť pritom nutne o priamu cestu z periférie do jadra. Vznik veľkých  
deficitov a prebytkov v TARGET 2 po vypuknutí eurokrízy odhalil nerovnováhy  
v eurozóne vyvolané eurom. Keď veritelia z jadra odmietli ďalej financovať perifé-  
riu a stiahli časť svojich zdrojov späť domov, ukázalo sa, že poskytnuté úvery neboli  
použité na zvýšenie produktivity postačujúce na ich splácanie. K rastu pohľadávky  
nemeckej centrálnej banky voči Eurosystému v TARGET 2 prispel aj útek vystraše-  
ných úspor z problematických krajín do bezpečia nemeckého bankového systému.  
Odliv nedokázali zastaviť ani uteráky so Spidermanom zdarma za vklad v španiel-  
skej komerčnej banke nad 100 eur. Banky v periférii výpadok vkladov kompenzo-  
vali ešte väčším čerpaním úverov z eurosystému v rámci LTRO a iných programov.  
Pohľadávka Nemecka voči Eurosystému dosahovala spomedzi krajín jadra najväčší  
objem a v auguste 2012 presiahla 750 miliárd eur. Následne po ohlásení programu  
OMT a upokojení situácie klesol k 500 miliardám.

Asi najhlasnejším kritikom vývoja v TARGET systéme bol nemecký ekonóm  
Hans-Werner Sinn. Varoval, že rastúca pohľadávka Bundesbank ohrozí úverova-

nie<sup>728</sup> nemeckej ekonomiky a predstavuje potenciálnu hrozbu vysokých strát pre Nemecko v prípade rozpadu menovej únie.<sup>729</sup> Obava o úverovanie nemeckej ekonomiky bola postavená na pomýlenom vnímaní toho, čo vlastne prebytky a deficity v TARGETe znamenajú. Veľkosť pohľadávky Bundesbank voči Eurosystému nemohla obmedzovať schopnosť nemeckých komerčných bánk poskytovať úvery. Práve naopak. Pohľadávka Bundesbank znamená, že napríklad grécke eurá skončili v nemeckej komerčnej banke. Väčší objem vkladov, ktoré sa vďaka splácaniu pohľadávok a úteku úspor z periférie hromadili v nemeckých bankách, im umožňoval poskytovať viac úverov ekonomike alebo splácanie svojich záväzkov. Nemecké komerčné banky časť z týchto nových peňazí použili na splatenie svojich záväzkov voči Bundesbank. Úvery ekonomike rástli výrazne pomalšie ako vklady v nemeckých bankách. Ďalším paradoxom je, že vysoké TARGET pohľadávky Nemecka dokumentujú aj pomoc nemeckým bankám. Ak by sa v rámci LTRO a iných programov nové eurá na tieto splátky nevytvorili, pohľadávky Bundesbank voči Eurosystému by boli síce nulové, no nemecký bankový systém by už vzhľadom na obrovské straty z odpísaných pohľadávok ležal horeznačky. Tlačenie peňazí pomohlo bankovým dlžníkom z periférie, no i bankovým veriteľom z jadra, ktorí by inak zostali s prázdnyimi rukami v podobe nedobytných pohľadávok. Riziko nesplácaných pohľadávok sa vďaka zlým peniazom komerčným bankám v eurozóne podarilo prehodiť na celý Eurosystém. Banky a ostatní veritelia svoje peniaze dostali späť z úverov poskytnutých ECB, a prípadné straty z ich nesplácania si rozdelia podľa ich veľkosti všetci členovia eurozóny. Nemecku by prischlo 27% z nich. V prípade rozpadu eurozóny a zániku eura by však obrovská pohľadávka voči Eurosystému predstavovala pre krajinu významnú stratu. Nemecku by zostali len infláciu zvyšujúce zahraničné eurá, kým národným centrálnym bankám periférie, ktoré úverovaním v rámci LTRO migrujúce eurá vytvorili, by zostali aspoň finančné aktíva, ktoré museli komerčné banky zložiť ako kolaterál. Výzvy nemeckých centrálnych bankárov, volajúce po presune časti tohto kolaterálu v objeme TARGET prebytku do Bundesbank, boli preto postavené na racionálnej snahe poistiť sa proti riziku rozpadu eurozóny. Proti prípadnej inflácii z množstva „gréckych“, „talianskych“ a „španielskych“ eur by sa mohlo Nemecko po rozpade eurozóny brániť uznaním statusu legálnej meny na svojom území výlučne „nemeckým“ eurám na účtoch občanov svojej krajiny.<sup>730</sup>

### Nová úloha ECB - veriteľ poslednej inštalácie pre vlády

Ani európsky pán prsteňov, v podobe nových 1 000 miliárd eur európskym bankám, eurozónu z kaše nedostal. Aj po tejto injekcii v hodnote 3 000 eur nových peňazí na každého obyvateľa eurozóny vrátane detí, starcov a európskych úradníkov išlo spoločnej európskej mene stále o život. Strach, že sa eurozóna nakoniec začne

rozpadať a grécke alebo španielske euro nebude mať rovnakú hodnotu ako nemecké, viedol k pokračujúcemu behu na banky na medzibankovom trhu a fragmentácii bankového systému eurozóny. Investori a trhy začínali čoraz vážnejšie pochybovať, či neformálna garancia silných štátov za slabé v eurozóne skutočne platí, a či nehrozí, že keď požičajú peniaze španielskej alebo talianskej vláde, tak sa im namiesto eur za pár rokov vrátia nové pesety alebo líry. Efekty poslednej dávky monetárnej drogy v lete 2012 postupne vyprchávali a stúpajúci stres v systéme bolo badať na rýchlo slabnúcom eure. Už-už sa zdalo, že euro ako čmeliak, ktorý podľa teórie nikdy nemal vzlietnuť, nakoniec predsa padne na čumák. Ako vždy, keď je štátu a bankám najhoršie, do hry opäť vstúpila centrálna banka. Najprv prekvapil nový šéf ECB Mario Draghi na investičnej konferencii v Londýne 26. júla. Svetu nečakane oznámil, že úroky na štátnych dlhopisoch „v miere, v akej narúšajú fungovanie monetárneho transmisného mechanizmu, spadajú pod náš mandát“ a ECB „je pripravená urobiť čokoľvek, aby zachránila euro... A verte mi, bude to stačiť,“ dodal veľavravne. Keď niekto šéfuje tlačiarňi na eurá, stačia aj drsné slová. Zapôsobilo to ako zázrak. Trhy správu okamžite dekodovali. Pochopili, že nákupy španielskych a talianskych dlhopisov sú opäť na stole.<sup>731</sup> Trend rastu úrokov na týchto štátnych dlhoch sa okamžite obrátil, a jediným výrokom sa začal ich niekoľkoročný prepad na rekordne nízke úrovne. Euro posilnilo, akcie poskočili. Svet bol opäť krajší.

Táto predzvesť zmeny prístupu ECB bola pravdepodobne výsledkom politickej dohody dosiahnutej na zasadaní Európskej rady v júni 2012. Podľa vtedajšieho talianskeho premiéra Maria Montiho sa na ňom európski lídri dohodli, že „*krajiny, ktoré si spravili svoje domáce úlohy ako Taliansko, budú mať garantovanú podporu zo strany ECB*“. Kľúčové bolo získať požehnanie správkyne európskej kreditky, nemeckej kancelárky Angely Merkelovej. Predchádzajúci program nákup štátnych dlhopisov SMP sa musel skončiť práve pre odpor Nemecka. Európe sa súhlasné stanovisko od Merkelovej nakoniec získať podarilo a začiatkom septembra banková rada ECB ohlásila program Priamych monetárnych transakcií (Outright Monetary Transactions-OMT),<sup>732</sup> ktorý predstavoval realizáciu Draghiho sľubu. ECB sľúbila nakúpiť v prípade potreby neobmedzené množstvo štátnych dlhopisov členskej krajiny eurozóny. Novovytvorené eurá použité na nákupy dlhopisov mali byť sterilizované rovnakým spôsobom ako v prípade SMP. Nákupy dlhopisov cez OMT mali byť podmienené oficiálnou žiadosťou príslušnej krajiny a jej vstupom do programu makroekonomickej stabilizácie, naordinovaného zo stáleho eurovalu (ESM) s účasťou MMF. To malo zabezpečiť získanie aspoň časti kontroly nad fiškálnymi záležitosťami krajiny, ktorú sa chystala ECB financovať cez spoločné európske zlé peniaze. Intervencie sa mali diať na trhoch dlhopisov so splatnosťou 1 – 3 roky. Na objem nakupovaných dlhopisov neexistovali dopredu žiadne limity. OMT vychádzal z teórie, že výrazná časť rastu úrokov na dlhoch periférnych krajín nesúvisí s ich vysokým zadlžením a neudržateľnou fiškálnou politikou, ale je dôsledkom iracionálnej obavy z rozpadu eurozóny. Prísľub neobmedzenej podpory centrál-



nej banky každej členskej krajine mal túto obavu pochovať. Opäť získaná dôvera v politický projekt eura mala napraviť fragmentáciu európskeho trhu úverov, keď v rôznych eurových krajinách panovali rôzne úverové podmienky. To znamenalo, že prestal poriadne fungovať transmisný mechanizmus monetárnej politiky na celú eurozónu. Znižovanie základných úrokov sa nemuselo premietiť napríklad do ľahšieho prístupu k úverom v Španielsku alebo v Taliansku.

Kým program SMP riešil najmä akútne problémy hroziaceho defaultu niektorých členských krajín eurozóny, program OMT bol formalizáciou otvorenej podpory centrálnej banky pri financovaní členských krajín celej eurozóny. Preto s ním ostro nesúhlasila nemecká Bundesbank a podľa zákulisných informácií chcel na protest proti nemu zo svojej funkcie rezignovať jej vtedajší prezident Jens Weidmann. Po Starkovi a Weberovi by to bol už tretí nemecký centrálny bankár, ktorý radšej obetoval kariéru len preto, aby sa nemusel cítiť spoluzodpovedný za to, ako sa z ECB stala slúžka politikov. Od tohto kroku ho údajne odhovorila samotná Merkelová. Nakoniec iba hlasoval proti. Bundesbank považovala OMT za krok v rozpore s pravidlami fungovania ECB, keďže podľa nej išlo o neprípustné monetárne financovanie vlád. Po ohlásení programu preto nezvyčajne vydala oficiálne svoje nesúhlasné stanovisko.

### Draghiho Put zabral

V kritike boli nemeckí centrálni bankári v Európe osamelí. Trhy, ale i vlády ostatných problematických členov prísľub nadšene privítali. Podľa európskych predstaviteľov bola ponuka neobmedzených nákupov štátneho dlhu centrálnou bankou v poriadku, keďže tie sa mali uskutočniť podmienene, len v prípade, že benefitujúca krajina sa prihlási do záchranného programu a bude dodržiavať prísne podmienky na konsolidáciu určené trojkou. Takýto pohľad vychádzal z naivného chápania finančných trhov, ktorý si neuvedomuje ich podstatu fungovania založenú na pohľade do budúcnosti. Prísľub ECB nakúpiť neobmedzené množstvo problematického štátneho dlhu zníži vnímané riziko na cenných papieroch okamžite, dávno predtým, než by bolo potrebné nakúpiť prvý dlhopis. Intervencia predstavuje dotáciu na financovanie štátov bez ohľadu na to, či sa niekedy do programu prihlásia. Nad použitím týchto dotácií z ECB v podobe úspor z nižších úrokov na štátnom dlhu v členských štátoch však nemali úradníci trojky kontrolu. Naopak, kontrola nad výdavkami členských krajín a tlak na štrukturálne reformy sa vďaka OMT výrazne znížili. Najlepšie to ilustrovalo Španielsko, ktoré sa chystalo pred ohlásením OMT oficiálne požiadať eurozónu o pomoc, no po Draghiho krokoch a následnom upokojení situácie na to stratilo dôvod. Eurozóna tak stratila priamy vplyv na tamojšiu fiškálnu a hospodársku politiku.

Draghi svojím sľubom napodobnil implicitnú garanciu Fedu americkým akciovým trhom pred prasknutia akciovej bubliny – Greenspanov Put. Európska obdoba negarantovala tlačiarňami centrálnej banky cenu akcií, ale cenu európskych štátnych dlhopisov. Draghiho Put presvedčil trhy, že štátne dlhopisy periferie sa oplatí nakupovať bez ohľadu na solventnosť ich emitentov. V prípade, že pôjde všetko podľa plánov, zarobia na vyšších úrokoch. Ak pôjde opäť do tuhého, existuje možnosť predať dlhopisy ECB a straty zaplatia používateľia eur cez infláciu nových peňazí. OMT podporilo dopyt po štátnych dlhopisoch problematických krajín a presmerovalo do nich kapitál z iných častí ekonomiky. Veľké objemy štátnych dlhopisov nakupovali najmä komerčné banky. Za jediný rok od ohlásenia OMT narástol objem talianskych dlhopisov držaných komerčnými bankami o štvrtinu, španielskych dokonca o celú tretinu. Zhubné prerastenie osudov bánk a štátov, ktoré bolo podstatou eurokrízy a narobilo toľko problémov v eurozóne, sa tak zásluhou politiky ECB opäť ešte viac zintenzívnilo. Za zázrak zníženia úrokov na štátnych dlhoch bez nutnosti vystreliť jediné novovytvorené euro si Draghi vyslúžil obdiv<sup>733</sup> renomovaných ekonómov a nominácie na muža roku 2012. Čisto verbálna monetárna politika predstaviteľov centrálnej banky stačila na to, aby sa dlhopisové trhy dostali do bezpečnej rovnováhy zo stavu, keď investori v očakávaní defaultu niektorých krajín vyžadovali stále vyššie rizikové prirážky, čím ich sami k reštrukturalizácii dlhu, prípadne exitu z eurozóny tlačili. Draghimu sa podarilo napraviť „zlyhanie“ trhu, ktoré nespravodlivo nafukovalo drobné fiškálne záväzky niektorých členov menovej únie.<sup>734</sup> Účinky sľubu ECB však nemohli byť prekvapením. ECB má vďaka kontrole eur k dispozícii objem zdrojov obmedzený len hyperinfláciou. Sľuby a hrozby monopolného producenta zlých peňazí s núteným obehom si trhy nemôžu dovoliť ignorovať. Ani lupiča mieriaceho hlavň pištole na čelo obete nebudeme obdivovať za efektivitu práce so strelivom po tom, čo mu bez potreby jediného výstrelu niekto odovzdá peňaženku. ECB formalizovala prepojenie fiškálnych a monetárnych osudov všetkých členov menovej únie.<sup>735</sup> Potvrdením garancie dlhov slabších členov odstránila nepríjemný tlak trhov na politikov týchto krajín a kúpila pre nich ďalší čas.

### Treba sa obávať bankrotu centrálnej banky?

*Centrálne banky v rámci boja s následkami finančnej krízy prebrali zo súkromných finančných inštitúcií na svoje súvahy obrovské množstvo finančného odpadu. Kým predtým držali poväčšine iba kratšie štátne dlhové cenné papiere v domácej mene, po vypuknutí krízy do seba z finančného systému nasali nelikvidné hypotekárne cenné papiere alebo štátne dlhopisy krajín na pokraji defaultu. Krízou postihnuté finančné aktíva so sebou niesli vysoké riziko straty, ktorá mohla zničiť*

vlastný kapitál centrálnych bánk, čo viedlo mnohých komentátorov k obavám o ich prežitie. Ide o zbytočnú starosť. Pozitívny vlastný kapitál nie je podmienkou na efektívne fungovanie centrálnej banky.<sup>736</sup> Je marketingovým nástrojom štátneho monopolného producenta peňazí, ktorý pomáha presvedčiť užívateľov meny o tom, že sa centrálna banka správa relatívne zodpovedne. Centrálna banka má možnosť svoje záväzky neustále splácať vytváraním iných záväzkov. Ak má na strane pasív napríklad záväzok v podobe mesačnej mzdy jej guvernéra, na jeho pokrytie stačí vytvoriť ďalší záväzok, teda nové bankovky alebo zápis na rezervnom účte niektorej komerčnej banky, kde má guvernér osobný účet. Technicky vzaté centrálna banka si môže vytvoriť vlastného kapitálu koľko chce. Stačí vytlačiť nové peniaze a za ne nakúpiť štátne dlhopisy. Štát potom môže takto získané peniaze „investovať“ do zvýšenia vlastného imania centrálnej banky. Na rozptýlenie obáv z bankrotu inštitúcie, ktorá produkuje menu, v ktorej sama účtuje, stačí pohľad na svet okolo nás. Slovenská národná centrálna banka, ktorá je súčasťou Eurosystému, už takmer dekádu funguje so záporným vlastným imaním.<sup>737</sup> Po stabilizácii slovenskej ekonomiky na prelome tisícročí<sup>738</sup> a posilňovaní slovenskej koruny vznikali banke z držania devízových rezerv vysoké straty. Rok 2011 NBS uzavrela s vlastným kapitálom vo výške mínus 4,5 miliardy eur.<sup>739</sup> Napriek tomu centrálna banka stále funguje, vykonáva spoločnú monetárnu politiku, dotuje úroky na úveroch pre svojich zamestnancov, platí platy úradníkov a ekonómov. Prípadné straty z dlhopisov by neboli vážnejším problémom ani pre ECB. Napriek krátkej, len jednu dekádu trvajúcej histórii sa jej vlastný kapitál už raz navyšoval. Rozhodnutie zvýšiť ho z 5,76 na 10,76 miliardy<sup>740</sup> eur bolo prijaté v decembri 2010 z obáv, že výkyvy na trhoch súvisiace s eurokrízou by mohli ohroziť jej papierovú solventnosť.

Strata hodnoty dlhopisov alebo iných cenných papierov, ktoré centrálna banka po kríze nakúpila, viedla tiež k obavám z neschopnosti centrálnych bánk zmenšiť súvalu v prípade rýchleho rastu cien opäť na pôvodnú veľkosť. Ak napríklad ECB nakúpila grécke dlhopisy za 1 000 eur a potom ich musí v snahe tlmieť infláciu predať, no získa iba 500 eur, zvyšných 500 eur zostáva uväznených so všetkými inflačnými následkami v ekonomike. Ani takéto straty však nemusia byť nutne tvrdým obmedzením schopnosti centrálnej banky zo systému spätne vyťahovať rezervy v snahe o zastavenie rastu cien v ekonomike. Ak by na dosiahnutie cieľov centrálnej banky v nasávaní rezerv nestačil ani predaj všetkých aktív na jej súvahe, stále si môže vymyslieť nové. Stačí napríklad začať vydávať nové vlastné dlhové cenné papiere za atraktívny úrok pre banky, a tak z obehu stiahnuť neobmedzené



*množstvo peňazí. Jediným limitom pôsobenia centrálnej banky a jej schopnosti vykonávať monetárnu politiku by bola strata dôvery ľudí v schopnosť štátu v budúcnosti generovať príjmy. Až vtedy trh odmietne akceptovať dlhopisy štátu či pasíva jeho centrálnej banky v podobe bankoviek alebo bankových rezerv. K strate dôvery však dochádza až v extrémnych prípadoch chronického, dlhodobého zneužívania štátneho monopolu.*

## Banková únia na prerozdelenia strát

Nápad s bankovou úniou sa objavil na jednom z krízových európskych samitov v roku 2012. Išlo o reakciu na rúcajúci sa španielsky bankový sektor. Odhady nákladov rekapitalizácie španielskych bánk sa s plynúcim časom, z týždňa na týždeň, zvyšovali o desiatky miliárd eur. Keďže samotné Španielsko vytváralo takmer 10% deficitu verejných financií, bolo jasné, že na záchranu domácich bánk španielsky štát peniaze nezoženie. Európa narýchlo odklepla 100 miliárd eur pomoci s tým, že budú účelovo viazané čisto na záchranu španielskych bánk. Španielsko ako krajina preto nemuselo oficiálne vstúpiť do programu pomoci a pustiť na svoje ministerstvá nežiaducich komisárov trojky. Aby to však nebol jednosmerný transfer peňazí bez záväzkov, a aby existovala možnosť vymáhania nejakých podmienok pomoci bankám, začala v EÚ oneskorená diskusia o vytvorení celoeurópskeho bankového dohľadu a s ním spojených právomocí v ECB.

Novovznikajúca banková únia sa delila na tri samostatné piliere. Prvým bol už spomínaný centralizovaný dohľad nad finančnými inštitúciami. Pri najväčších a systematicky dôležitých 120 inštitúciách, vybraných zo všetkých 6 000 európskych bánk, sa práva a povinnosti spojené s dohľadom z veľkej časti presunuli z národných centrálnych bánk na ECB v rámci jednotného mechanizmu dohľadu. Tieto „významné úverové inštitúcie“<sup>74</sup> držali takmer 85% aktív európskeho bankového systému. Druhým krokom malo byť vytvorenie celoeurópskej garančnej schémy, ktorá by zjednotila systém poistenia vkladov obyvateľstva v bankách. Krok týmto smerom už únia spravila na začiatku krízy, keď neistota týkajúca sa fungovania bankového systému viedla k zvýšeným výberom hotovosti a migrácii vkladov medzi jednotlivými krajinami. To ohrozovalo fungovanie aj relatívne zdravých bánk. Behu na banky sa snažili politici brániť zvýšením maximálneho objemu poistených vkladov na občana. Rozdiely vo výške poistenej sumy medzi krajinami viedli k migrácii vkladov do krajín, kde bola táto suma najvyššia, čo donútilo úniu k čiastočnej harmonizácii tejto sumy. Tretím krokom, ktorý by z európskeho bankového systému spravil plnokrvnú bankovú úniu, by bol spoločný rezolučný fond. Čiže nadnárodná inštitúcia, ktorá by mala zdroje na záchranu bánk a zároveň právomoci na riadenie ich ozdravenia,

plnej alebo čiastočnej likvidácie. Časť nákladov komerčných bánk v problémoch sa tak mala preniesť z národných štátov na európsku úroveň, čiže z daňovníkov krajiny sídla banky na všetkých občanov únie. Tak ako federálne peniaze zachraňovali v USA bankový systém Nevady, mali po novom európske peniaze zachraňovať napríklad írsky či španielsky bankový systém.<sup>742</sup>

Centralizácia niektorých právomocí v rámci dohľadu dáva v menovej únii zmysel. To, že do krízy neexistovala, poukazuje na to, ako predčasné a nepripravené bolo zavádzanie spoločnej meny. Diskusia o bankovej únii však nevychádzala len zo snahy predchádzať budúcim bankovým krízam v Európe. Dôležitou motiváciou rýchleho zostrojenia najmä spoločného rezolučného mechanizmu bolo hľadanie odpovede na otázku, ako vyriešiť prebiehajúcu eurokrízu, a najmä kto zaplatí z nej vyplývajúce straty. Tu nepomôže ani centralizovaný dohľad, ani spoločná garančná schéma, ale peniaze zo spoločných fondov, či už v podobe rezolučného fondu, ESM alebo ECB. Plány na zostrojenie bankovej únie preto treba vnímať ako súčasť strategickej hry medzi rôznymi európskymi záujmovými skupinami, komu nakoniec zostane v rukách vrece so stratami. Z hľadiska rozdelenia strát komerčných bánk bohatých členských krajín na celú menovú úniu sa už snaha o zostrojenie spoločného rezolučného fondu nejaví tak rozumne. Predstavte si 17 živnostníkov, ktorí samostatne podnikajú, a aj ručia za svoje záväzky. Za 13 rokov obchodovania, investovania a spotrebovávania v jednej menovej únii sú niektorí v defaulte, iní majú obrovské dlhy a pár z nich je v slušnom zisku. A teraz skupina z nich navrhne, aby sa všetci spojili do jedného celku a ručili neobmedzene za všetky svoje záväzky. O niečo podobné išlo v diskusii o potrebe zaviesť bankovú úniu, spoločný menový fond pre eurozónu v podobe ESM alebo pri používaní ECB na nákup dlhopisov. Všetky tieto nástroje treba vnímať v kontexte prebiehajúceho prerozdelenia strát veľkých bánk medzi daňových poplatníkov členských krajín menovej únie. Otázka optimálneho usporiadania, regulácie a dohľadu nad európskym bankovým systémom by sa mala riešiť až po vyriešení prebiehajúcej krízy a ozdravení sektora. Inak sa na záchranu francúzskych, talianskych či španielskych bánk bude skladať napríklad aj z európskeho hľadiska relatívne chudobný slovenský daňový poplatník. Napriek tomu, že slovenské banky boli relatívne zdravé a pomoc nepotrebovali, keďže ich Slováci draho a zo svojich dekádu predtým ozdravovali sami.

## Nefunguje menová únia?

### Podme do fiškálnej!

V Európskej únii je odpoveďou na takmer každý problém slogan Viac Európy! Nemyslí sa tým dobrovoľná spolupráca občanov únie, ale viac centralizované-

ho riadenia procesov zo strany európskej byrokracie. V skratke viac Bruselu. Výnimkou nebola ani reakcia po vypuknutí eurokrízy. Viac Európy znamená viac lepšie platených pracovných miest pre úradníkov, viac moci a zdrojov pre politikov. Pýtať sa euroúradníkov a európskych kariérnych politikov na to, či treba viac alebo menej Európy, je, ako keby sme sa pýtali dílera betónu, čo s rozsiahlym parkom v centre mesta. Odpoveď „viac betónu“ nikoho neprekvapí. Po vypuknutí krízy sa obľúbeným heslom európskych lídrov stala potreba fiškálnej únie. Na jednej strane je potrebné vytvoriť spoločné európske dlhopisy, ktoré by otvorene formalizovali záväzok silnejších členov platiť v prípade potreby za tých slabších. Vzhľadom na rozpor spoločných dlhopisov s existujúcimi európskymi zmluvami plnili túto funkciu ESM a ECB. Spoločné dlhopisy by predstavovali bezpečnejšie finančné aktíva, ako sú štátne dlhopisy jednotlivých krajín. S výnimkou najsilnejších členov. Nielen vzhľadom na veľkosť trhu a ich likviditu, ale hlavne preto, lebo za ich splácanie by už neručil len taliansky alebo španielsky zamestnanec, ale aj nemecký daňový poplatník. Na to, aby bola možná spoločná garancia záväzkov, je však potrebná aspoň čiastočná kontrola financií jednotlivých členov. Keď dávate deťom peniaze na kúpu obedov v škole, tiež chcete mať kontrolu nad tým, či ich neminú na sladkosti. V rámci tohto konceptu je preto potrebné, aby sa národné štáty vzdali časti svojej suverenity v rozhodovaní o verejných výdavkoch a príjmoch.

Je to zaujímavý obrat. Pred založením eurozóny hypotéza ekonomie hlavného prúdu, že menová únia nemôže fungovať bez fiškálnej, u európskych politikov vôbec nerezonovala. Pritom riziká vyplývajúce z menovej únie fiškálne suverénnych štátov boli všeobecne známe a písali sa o nich štúdie varujúce Európsku úniu pred budúcimi problémami. Americký ekonóm Christopher A. Sims varoval tesne pred eurovým výkopom v roku 1999: *„Na to, aby bola EMÚ dlhodobým úspechom, budú musieť vzniknúť alebo byť vynájdené ešte stále nešpecifikované fiškálne inštitúcie,”*<sup>43</sup> pridal sa aj britský teoretik (profesor na London School of Economics) a praktik (člen bankovej rady Bank of England) centrálného bankovníctva Charles Albert Eric Goodhart. Odporúčal s eurom počkať, kým politická a sociálna integrácia neumožní transfery, ktoré by absorbovali regionálne šoky.<sup>44</sup> Lídri tlačiaci Európu do eura o rizikách dobre vedeli. Problémy absentujúceho prerozdelenia sa mali riešiť až po vzniku prípadnej krízy. Stratégovia európskej politickej triedy počítali s tým, že budúca kríza môže paradoxne pomôcť transformácii únie na niečo podobajúce sa na federálny štát. Takého napoleonské tendencie európskych demokratov ilustruje výrok bývalého socialistického premiéra Talianska a vtedajšieho predsedu Európskej komisie Romana Prodiho v rozhovore pre Financial Times v roku 1999:<sup>45</sup> *„Som si istý, že euro nás donúti zaviesť novú sadu nástrojov ekonomickej politiky. Je však politicky nemožné navrhnuť to už dnes. No jedného dňa príde kríza a nové nástroje sa vytvoria.”*



Jednohlasné krízové volanie európskych lídrov po fiškálnej centralizácii sú v tomto kontexte zrazu pochopiteľnejšie. Jedna z ekonomických teórií, ktorá sa s obľubou používa pri obhajobe snahy zbaviť členov menovej únie fiškálnej suverenity, je problém takzvanej „nemožnej trojice“. Táto dilema alebo skôr „trilema“ spočíva v tom, že krajina nemôže mať samostatnú monetárnu politiku, pevne prepojený kurz na iné meny a zároveň pôsobiť v prostredí s voľným pohybom kapitálu. Keďže menová únia je v podstate pevným prepojením kurzov členov menovej únie, prispôbená trilema<sup>746</sup> hovorí, že nie je možné, aby sa v menovej únii naraz podarilo dodržať tieto tri záväzky: 1. Nezávislosť centrálnej banky spočívajúca napríklad v tom, že odolá pokušeniu za novovytvorené eurá nakupovať dlh členských krajín alebo podporiť ich ekonomiku vyššou infláciou peňazí; 2. Nezachraňovať krajiny – žiadne priame či nepriame pôžičky alebo dotácie krajinám, ktorým hrozí default; 3. Fiškálna suverenita – absencia zásahov do slobody členských krajín vytvárať deficity a tie refinancovať na trhoch. Vývoj v eurozóne po vypuknutí eurokrízy ukázal, že cez ignorovaný Pakt stability a rastu bola zachovaná fiškálna suverenita na úkor nezávislosti centrálnej banky a porušenia pravidla o nezachraňovaní jednotlivých členských krajín zo spoločných zdrojov.

### **Dobrý plot robí dobrých susedov a uveriteľná hrozba defaultu dobrých členov menovej únie**

Čaro popisných schopností trilemy a akceptácia jej odporúčaní však funguje iba na ekonómov, ktorí považujú aktivistickú monetárnu politiku za pozitívum. Pozorný čitateľ už dúfam postrehol, že autor medzi nich nepatrí. Zlé peniaze a ich manipulácia centrálnymi bankami vyvolávajú koordinačné problémy a chybové cykly. Presvedčenie, že vďaka aktívnej monetárnej politike sme chudobnejší, potom núti hľadať optimálne riešenie problému rozporu medzi otvorenou spoločnou špajzou v menovej únii a fiškálnou suverenitou niekde inde. Inde než v obmedzení fiškálnej suverenity, fiškálnych transferoch alebo centrálnej banke v úlohe veriteľa poslednej inštancie pre problematických členov. Nutnosť fiškálnej únie v tej istej menovej únii sa javí ako nezmyselná požiadavka už pri letmom pohľade na historický vývoj menových systémov. V čase, keď boli peniazmi vzácne kovy ako striebro a zlato, bol v jednej menovej únii bez podpor-  
ných fiškálnych transferov či centrálnej kontroly výdavkov jednotlivých krajín prakticky celý svet. Celosvetová mena bez svetovlády. Talianskou zlatou mincou ste mohli platiť v Holandsku alebo na našom území bez toho, že by existoval Európsky stabilizačný mechanizmus či fungujúci Pakt stability a rastu. Napriek tomu došlo k priemyselnej revolúcii a následnému obrovskému hospodárskemu rastu, o ktorom sa môže dnešným vyspelým krajinám len snívať.

No netreba ísť ani pol storočia do minulosti, stačí sa poobzerať okolo seba. Ja a môj mäsiar sme v spoločnej menovej únii. Ak by zbankrotoval, trochu by ma to trápilo, keďže by sa mi ťažšie zháňalo teľacie srdce, no určite by som nezakladal v našej štvrti na jeho záchranu spoločný rezolučný fond „mäsoval“. Jeho finančné problémy by sa nijakým spôsobom neodrazili na našej spoločnej mene. Teda za predpokladu, že by nezačala zasahovať centrálna banka, ktorá by novovytvorenými zlými eurami začala s neobmedzeným nákupom jeho dlhopisov. A presne tu je zakopaný pes dobre fungujúcich menových únií. Dlhodobu prežiť len tie, v ktorých nemôžu jednotliví členovia zneužívať producenta spoločných peňazí na svoje ciele. Panuje v nich istota, že prípadná finančná nezodpovednosť bude potrestaná defaultom vinníka bez možnosti prehodiť náklady tohto procesu na niekoho iného, s výnimkou spoluvinných veriteľov. Ak je jasné, že štátu, ktorému hrozí default, neprídu na pomoc ostatní členovia, veritelia budú opatrnejší v jeho zadlžovaní, a on sám v produkovani dlhovej kaše, ktorú si bude musieť sám zjesť. Implicitná garancia panujúca v eurozóne však sľubovala od jej založenia presný opak. Morálnemu hazardu sa darilo. Veritelia verili a chronickí dlžníci dlžili čoraz viac. Poistky v podobe obmedzenia fiškálnej suverenity Paktom stability a rastu boli vyhodené od začiatku.

Mnohí za vzor fiškálne centralizovaného spolku štátov pôsobiacich v jednej menovej únii s obľubou uvádzajú USA. Je to paradox, keďže dlhodobý úspech tejto menovej únie bol postavený na tom, čo v eurozóne nikdy nebolo, a riešenie eurokrízy naznačuje, že už ani nikdy nebude. Nie kontrola hospodárenia jednotlivých štátov z Washingtonu, ale existencia reálnej hrozby defaultu členov tejto únie viedla k tomu, že dolár prežil tak dlho. Americké „Grécka“ boli ponechané ostatnými členmi menovej únie napospas defaultu. Medzi januárom 1841 a februárom 1843 defaultovalo na svojich dlhopisoch 9 amerických štátov.<sup>747</sup> Päť z nich tento svoj dlh alebo jeho časť odmietli splácať, a zvyšok s výplatou úrokov začal s niekoľkoročným meškaním. Dovtedy sa aj v USA, podobne ako v dnešnej Európe, uplatňoval prístup záchrany štátov v problémoch, a diskusia pred týmto radikálnym krokom sa v americkom Kongrese podobala na diskusiu v eurozóne pred záchranou Grécka. Politici obhajujúci záujmy mocných veriteľov mali plné ústa solidarity, zamlčievajúc cenu v podobe nestabilnej meny a nezodpovedného fiškálneho správania, ktorá sa za tento druh charity platí. Od tohto prelomového kroku sa v USA nekonajú federálne záchrany jednotlivých častí menovej únie.<sup>748</sup> Keď v roku 1975 mesto New York žiadalo federálnu vládu o záchranu pred bankrotom, vtedajší prezident Gerald R. Ford im vo svojom oficiálnom príhovore oznámil posolstvo, ktoré noviny interpretovali legendárnym titulkom: „Ford mestu: Skap.“<sup>749</sup> Federálnej pomoci sa po kríze zatiaľ nedočkala ani Kalifornia a americký dolár napriek tomu stále existuje. Eurozóna sa však touto cestou nevybrala. Namiesto bolesti a dočasnej nestability z dôvodu defaultu a reštrukturalizácie dlhov predĺžených členov sa rozhodla chrániť záujmy veriteľov a ustúpiť vydieraniu vystúpením z menovej únie na úkor jej dlho-

dobej stability. Fiškálna centralizácia, ktorá má suplovať disciplinujúci efekt dlhopisových trhov, sa však zdá v rozpore s názormi občanov členských krajín. Tí sú stále viac Talianmi, Grékmi, Francúzmi alebo Nemcami než Európanmi. Preto je len ťažko predstaviteľné, že si nechajú z centra zasahovať do verejných výdavkov. Hra na fiškálnu úniu môže fungovať, len kým sa budú rozdávať z centra peniaze. Či cez euroval, ESM alebo ECB. Keď po nich prídu aj príkazy, kde šetriť, stretnú sa s obrovskou nevôľou a pravdepodobne budú ignorované. Ozajstný test európskej integrácie nastane až vtedy, keď sa Hans z európskeho ministerstva financií bude snažiť znížiť dôchodok Giovannimu alebo Pierrovi. Obávam sa, že bez zapojenia Bundeswehru bude táto snaha márna. Ako naivná je predstava, že Brusel bude už po uskutočnených transferoch bohatstva schopný efektívne kontrolovať národné vlády, dokazujú krízové snahy o reformu Paktu stability a rastu. Cieľom malo byť fungujúce obmedzenie fiškálneho čierneho pasažierstva. Nové pravidlá, známe ako two-pack, six-pack či nová medzištátna dohoda o zodpovednom hospodárení členov únie s názvom Fiškálny kompakt, boli okamžite po ich ratifikácii ignorované nielen Francúzskom. Ťažko sa hľadá mechanizmus na vynútenie disciplíny v modeli, keď má vinník hlasovať o svojom potrestaní. Snaha o vyriešenie eurokrízy fiškálnou centralizáciou tak pripomína odhodlanie páru, ktorý sa rozhodol partnerské nezhody a hádky vyriešiť manželstvom. Krajiny, ktoré sa nevedia skoordinať dostatočne ani na to, aby fungovala aspoň menová únia, nebudú vedieť spolupracovať do tej miery, aby udržali funkčnú fiškálnu úniu, vyžadujúcu omnoho väčšiu mieru potláčania národných záujmov a ignorovania lokálnych voličov. Nádej nie je dobrá stratégia pri budovaní stabilnej meny.

### Robíme to pre mier v Európe! Euro ako nástroj európskej dezintegrácie

Dobre strážený konvoj nemeckej kancelárky Angely Merkelovej opúšťa letisko a smeruje do centra časťami mesta, ktoré sú prísne izolované od masívnych protestov. Zo vzduchu sprievod stráži niekoľko policajných helikoptér a zo striech pozdĺž trasy konvoja cez hľadáčiky pušiek sledujú okolie snajperi. V meste je nasadených 7 000 policajtov z celej krajiny.<sup>750</sup> Nie, nemecká kancelárka nebola v lete 2012 v Kábule, ani v Bagdade. Prišla na návštevu do Atén, hlavného mesta členskej krajiny Európskej únie. Tej istej Európskej únie, ktorá neskôr toho roku získala Nobelovu cenu za mier. Strach o bezpečnosť nemeckej političky, násilné protesty v krajine, hákové kríže v gréckych uliciach, podobizne nemeckej kancelárky s hitlerovskými fúzikmi, pálenie vlajok, fyzické útoky na cudzincov v gréckych mestách a parlamentný úspech otvorene neofašistickej politickej strany. To všetko je tiež výsledkom projektu novej európskej meny a následného riešenia vzniknutých problémov európskou „solidaritou“. Európski politici sa rozhodli na národoch



v Európskej únii testovať pravdivosť starého mongolského príslovia „*Nepožičať znamená krátku nepríjemnosť, požičať dlhú nenávisť*“.

Integrácia nasilu z centra a zlé nastavenie fungovania spoločných peňazí prinieslo svoje kyslé ovocie. Nespravodlivé transfery bohatstva veriteľom problematických krajín vyvolávali u ľudí emócie. Nemecký bulvár rozpitvával spôsob života Grékov, ich pracovitosť a cit pre detail. Absurdná situácia, keď mali aj chudobnejší slovenskí daňoví poplatníci garantovať dlhy narobené gréckymi politikmi, len aby nemecké a francúzske banky neskrachovali, viedla k tomu, že výška gréckych dôchodkov sa stala predmetom diskusií pospolitého ľudu. Najviac nenávidenou krajinou bolo paradoxne Nemecko, ktoré svojím kreditným ratingom zachraňovalo veľkú časť eurozóny. „*Musíte prestať pchať pazúry do všetkých krajín Európy, ktoré sú v obrovských problémoch, ako tá naša. Je to urážka našej národnej hrdosti. Tvárite sa ako vlastníci, že je to vaše teritórium,*“<sup>751</sup> vysvetlilo v otvorenom liste Angele Merkelovej 100 portugalských intelektuálov a umelcov.<sup>752</sup> Zlá ekonomická situácia radikalizovala obyvateľstvo po celej únii. Vo francúzskych prezidentských voľbách získali francúzski národní extrémisti historicky najviac hlasov, v španielskom Katalánsku sa vážne diskutovalo o secesii. Vo voľbách do Európskeho parlamentu získali najväčšie zastúpenie od jeho vzniku strany zastupujúce voličov volajúcich po rozpade únie alebo aspoň zastavení ďalšej integrácie. Rast nacionalistického pnutia medzi členskými krajinami, ktoré prišlo s hasením eurokrízy, je asi najironickejším a zároveň najdesivejším nezamýšľaným dôsledkom politického projektu spoločnej meny. Veď euro malo priniesť presný opak. Spoločná mena mala pomôcť intenzívnejšiemu obchodu, užšej spolupráci národných štátov a ďalšej integrácii. Namiesto toho sú medzinárodná nenávisť a euroskepticizmus dekádu po zavedení eura živšie ako kedykoľvek predtým. Naplnili sa proroctvá nepravých euro sudičiek, napríklad v osobe amerického ekonóma Martina Feldsteina z roku 1997, ktorý predpovedal, že euro nakoniec prinesie dôvody na nové vnútroeurópske šarvátky kulminujúce vehementným nacionalizmom, veľmi podobným tomu, vďaka ktorému už dvakrát v minulom storočí v Európe vzplanuli plamene.<sup>753</sup> To, že sa unáhlený europrojekt bez efektívnej kontroly národných verejných výdavkov môže namiesto istejšieho mieru skončiť zle, predpovedali aj v Nemecku. Ešte v roku 1993 o tom písal vo svojej knihe Eurokatastrofa nemecký ekonóm a publicista Roland Baader: „...použiť na zrýchlenie politickej únie ako hnací pás práve to najcitlivejšie ekonomické médium – peniaze, je krátkozrakým rozhodnutím, ktoré sa pre Európu a jej občanov ukáže byť katastrofálnym.“ Baaderovi sa myšlienka, že euro je nástrojom na zabezpečenie mieru v Európe, od začiatku nepozdávala: „K politickej únii národy (Európy, pozn. autora) ešte nedozreli,“ a menová únia je preto „politickým dobrodružstvom, na konci ktorého budú obyvatelia starého kontinentu stáť pred ruinami desiatky rokov dlhého priateľského a mierumilovného spoločného rastu“. No nie je euro nutnou podmienkou na dlhodobý mier? „Argument, že jednotná mena je nutnou politickou svorkou pre Európske spoločenstvo, sa môže ľahko zvrtnúť v presný opak: môže a stane sa výbušnou náložou pre Európu.“<sup>754</sup>

Euro nikdy nebolo podmienkou na spoluprácu a na vzájomný obchod štátov a tobôž nie na mierové spolunažívanie v Európe. Nemecko by nenapadlo Francúzsko alebo Grécko len preto, lebo obchodujú v iných menách a na druhej strane, v prípade vážnych rozporov a pomýleného nacionalistického ošiaľu, euro vojnovému konfliktu nezabráni. Spoločná mena nepomohla ani Juhoslávii. Slovensko má aj naďalej najintenzívnejšie obchodné, kultúrne a ľudské vzťahy zo susedných krajín s Českou republikou napriek tomu, že spoločnú menu zdieľame s Rakúskom. Pre mier v Európe nie je dôležitá mena, ale sloboda. V obchodovaní, pohybe osôb a kapitálu bez ohľadu na hranice jednotlivých štátov. Spoločný trh, nie jednotná mena by mal byť hlavnou prioritou európskej integrácie. Spoločné bohatnutie a možnosť naplňať vlastné ciele prostredníctvom dobrovoľnej intenzívnej spolupráce slobodných ľudí postupne samovoľne odstraňuje alebo prekonáva nepochopenia, nepodložené predsudky a antipatie. Dobrovoľné kopírovanie úspešných ekonomických a spoločenských postupov v podmienkach konkurencie a nie nanútená uniformita úradníkom zvoleného a lobistom financovaného riešenia vytvorí prostredie pre civilizované a spolunažívanie v prosperite. Bez toho, že by bolo zvrchu arbitrárne vybrané a všetkým predpísané to správne a jediné riešenie. Európska spoločnosť bez deformujúcich intervencií, na národné struny hrajúcich, mocou opantaných politikov je ozajstnou európskou výzvou. Spackaný, unáhlený politický projekt eura a nevhodná reakcia na problémy, ktoré euro pri nieslo, spravili tento už aj tak ťažký cieľ ešte vzdialenejším. Euro uškodilo slobode a stabilite mieru v Európe. Namiesto vzájomnej lásky euro v európskom manželstve plní funkciu spoločného bytu zaťaženého hypotékou, ktorý sa pri prvých manželských krízach stáva pre pár zdrojom strachu a nenávisti. Sloboda v Európe je príliš dôležitá na to, aby sme ju nechali zničiť utopistickými integračnými snahami európskej politickej triedy a jej byrokratov.





Piaty diel

# Ako to dopadne?

= Pohľad do kristalových guľ



Dobrý ekonóm vie, že toho veľa o fungovaní a dynamike spoločnosti nevie. Spoločenský a ekonomický vývoj sa predpovedá ťažko. Čo sa stane, ak rukou narazím v rýchlosti 5 metrov za sekundu do gule ťažkej 1 kg na hladkom povrchu, sa dá pomerne úspešne modelovať. No ak tá istá ruka pristane rovnakou rýchlosťou na líci náhodného účastníka zábavy v Terchovej, spustené spoločenské interakcie môžu mať množstvo podôb. Na nasledujúcich stranách sa zaoberám možným budúcim pokrízovým vývojom. Treba ich brať s rezervou. Jedinou istotou o budúcnosti je, že prekvapí. Vždy prinesie niečo, čo nik nečakal. Moja snaha o pohľad do budúcnosti nepredstavuje predpovede spočívajúce v presnom popise budúcich scenárov, ale treba ich vnímať skôr ako výber tém, ktoré budú ovplyvňovať vývoj ekonomiky v nasledujúcich rokoch.

## Čakanie na rast

Napriek fiškálnej a hlavne monetárnej stimulácii vo vyspelých ekonomikách dochádza s ubiehajúcimi rokmi k ozdravovaniu ekonomiky a ku korekcii mylných investícií z čias posledného boomu, vyvolaného zlými peniazmi. Toto hojenie je prirodzeným, automatickým mechanizmom fungovania ekonomiky. Po dostatočnom čase trh skoriguje chyby a ekonomiku preskupí tak, aby zodpovedala množstvu dostupných zdrojov a preferenciám spotrebiteľov. Trvanie tohto procesu závisí aj od toho, koľko nových monetárnych drog mu podávajú ekonomickí doktori, a koľko krvi mu berú politici v podobe štátom odčerpávaných zdrojov.

### Strategická hra o to, kto zožerie straty odhalené krízou

Odpad z prasknutia bublín v cenách aktív, ktorý zostal z veľkej časti práve v bankovom sektore, sa cez garancie a rekapitalizáciu bánk z verejných financií presunul do štátnych dlhov, na plecia daňových poplatníkov. Vyšší dlh znamená vyššie dane alebo vyššiu cenovú infláciu v budúcnosti a nižšiu životnú úroveň. Celý manéver oddialenia reštrukturalizácie bánk a likvidácie stratových projektov možno prirovnať k havárii vozidla s podivnými fyzikálnymi zákonmi. Centrálnymi bankami vyvolané natiahnutie ekonomického času umožnilo opitému vodičovi ešte pred neodvratnou deformáciou z kokpitu vystúpiť, a na svoje miesto natlačiť okoloidúceho daňového poplatníka. Verejné financie a inflácia, použité na záchranu finančného systému, nemožno vnímať ako investíciu do znižovania, ale ako nástroj na prerozdelenie strát. Panika nevie zničiť traktor, spáliť úrodu pšenice či vymazať znalosti z mozgov pracovníkov. Vyspelý svet mal mesiac pred krízou a mesiac po kríze približne rovnaké množstvo bohatstva v podobe dostupného reálneho kapitálu, ľudských a prírodných zdrojov. Spoločnosť v priebehu tohto



krátkeho obdobia zázračne neochudobnela. Akurát došlo k zmene očakávaní, preceňeniu aktív a investícií. Vytriezvení ekonomickí aktéri prehodnotili ekonomickú situáciu a na základe toho zmenili svoje správanie. Nové ceny a nové odhady budúcnosti nanovo prerozdělili vlastnícke tituly v spoločnosti a upravili spotrebné a produkčné plány ľudí. Niektorí prerobil, iní zarobil. Sťahovanie krízových strát zo súkromného, privilegovaného finančného sektora, do verejných financií preklopilo mnohé, už predtým vysoko zadlžené štáty do problémov so solventnosťou. Dlhová kríza bola logickým následkom tohto znárodnenia záväzkov. Zasiahli centrálné banky a novými zlými peniazmi vytvorili priateľskejšie prostredie pre refinancovanie štátneho dlhu. Nulové základné úroky, záplava likvidity, sľub garancie minimálnej ceny dlhopisov a regulačné pravidlá, ktoré banky ďalej nabádajú nakupovať štátny dlh problematických krajín, viedli v kombinácii s ekonomickou stagnáciou k extrémne nízkym úrokom aj pre zjavne nesolventné štáty. Konečný odpis strát vzniknutých ešte pred krízou, ktoré postupne skončili v štátnom dlhu, centrálné banky odložili vďaka kontrole peňazí znovu na neurčito.

### **Hojenie už prebieha - testovanie, koľko parazitov kapitalizmus unesie**

*„Povedať, že situácia je beznádejná, je to isté, ako nazvať ju ideálnou.“*

~ Frank Knight<sup>755</sup>

Schopnosť trhu generovať hodnoty netreba nikdy podceňovať. Napriek tomu, že v moderných demokraciách často produkuje primárne hodnoty menej než 40% obyvateľstva,<sup>756</sup> ostatní sú pristarí, primladí, chorí, nezamestnaní alebo štátni úradníci, táto menšina je schopná vygenerovať kedysi nepredstaviteľné bohatstvo a neustály rast životnej úrovne pre všetkých. Samovoľný, nikým neriadený autokorekčný ekonomický proces zložený z množstva individuálnych akcií zameraných na zlepšenie vlastnej situácie je z makroúrovne takmer neviditeľný. To vedie k mylnému presvedčeniu, že ekonomická stimulácia v podobe verejných výdavkov alebo nízkych úrokov fungujú a pomáhajú. Zamieňanie korelácie s kauzalitou je bežné aj v ďalších komplexných systémoch, ako napríklad v medicíne. Človek často nejde k lekárovi pri prvom príznaku ochorenia, ale až keď je skutočne zle. No tak, ako je najväčšia tma pred východom slnka, aj pri chorobách býva subjektívne najhoršie často pred jej úspešným zvládnutím imunitným systémom. Pilulky a odporúčenia, ktoré sme si od doktora doniesli, tak zaberú, aj keby hneď boli objektívne neefektívne ako homeopatiká, či dokonca škodlivé ako niektoré „skutočné“ lieky. Systém sa po výkyve opäť sám vracia do normálu. Tak ako sa v niektorých prípadoch pacient vyzdraví napriek zásahom lekára a užívaným liekom, ekonomika môže vyzdraviť napriek fiškálnej a monetárnej stimulácii. Takéto politické

zneužívanie ekonomika znáša za predpokladu, že negatívne efekty intervencie sú ešte únosné v porovnaní s celkovou schopnosťou ekonomiky produkovať hodnoty. Chronickým príkladom optického klamu, využívaného na argumentáciu na podporu intervencií, je vysvetľovanie rastu americkej ekonomiky najničivejšou vojnou vo svetovej histórii. Skôr než drahé ničenie európskej kapitálovej bázy americkým kapitálom v podobe zbraní a riešenie nezamestnanosti zamestnaním veľkej časti populácie na zabíjanie európskej pracovnej sily, pomohol americkej ekonomike fakt, že štát po vojne prestal s hataním korekčných ekonomických síl absurdnými opatreniami v hospodárskej a monetárnej politike 30. rokov. Vyspelé ekonomiky sa zatiaľ vždy po knokaute v podobe finančnej alebo hospodárskej krízy opäť postavili. Inak to nebude ani tentoraz. Prijaté protikrizové opatrenia len môžu natiahnuť alebo skrátiť čas, za ktorý k tomu dôjde. Rýchlosť rastu bohatstva nezávisí len od faktorov, akými sú technologický pokrok, inštitucionálne nastavenie a kumulácia úspor. O jeho intenzite rozhoduje aj miera, do akej je narúšaná optimálna alokácia kapitálu, a tým efektivita produkcie v ekonomike falošnými cenovými signálmi monetárnej politiky, odčerpávaním hodnôt ich producentom vysokými daňami a znehybnenie podnikateľskej aktivity reguláciami. Trhy sa podobajú na živočícha, ktorý vie prosperovať aj napriek parazitom na svojom tele. Cenou za parazity a ich vplyv na ekonomiku v tom lepšom prípade nemusí byť ani absolútne chudobnenie, len pomalší rast životnej úrovne. Nedá sa však vylúčiť možnosť, že množstvo alebo veľkosť parazitov nakoniec presiahne hranicu, ktorá bude znamenať zastavenie vývoja alebo dokonca pokles ekonomiky. Ak nešetrné zásahy štátu do jej fungovania znížia produkciu natolko, že nedokáže vytvoriť dostatok príjmu ani na pokrytie odpisov, čiže na udržanie existujúcej produkčnej štruktúry, potom spoločnosť začne žiť z kapitálu a postupne smerovať späť k čoraz väčšej chudobe. Ako gazda, ktorý nestíha vyprodukovať dostatok potravín na bežnú spotrebu, a preto začne postupne zabíjať sliepky, ktoré mu nosia vajcia. Občania v postkomunistických krajinách Európy majú s hľadaním miery zneužívania, ktorú ešte ekonomika unesie, bohaté skúsenosti. Trvalo to takmer polstoročie, kým sa minuli rezervy, ľudia prestali tolerovať ekonomické zaostávanie a systém padol na kolená. V prípade, že by sa podobnou cestou vybrala bohatšia, vyspelá západná spoločnosť, takýto spomalený pád kapitalistického výťahu by trval ešte dlhšie. Zrna na konzumovanie a slielok na zabitie majú dnes ľudia omnoho viac. Kde je hranica, keď miera zásahov presiahne mieru únosnú korekčnými trhovými mechanizmami, nevie nik. Dúfam, že to ani nikdy nezistíme.

### Intervencie zvýšili mieru neistoty

Intenzívne intervencie politickej triedy a štátnych ekonómov do fungovania trhov v pokrízových rokoch mali svoju cenu. Neistota o stabilite vlastníckych práv,

pravidlách na podnikanie a o výške budúceho vyvlastnenia cez dane znižovali potenciálne zisky investičných príležitostí. Dôveru v peniaze, ktorých fungovanie ovplyvňuje plošne celú ekonomiku, narúšali exotické návrhy ekonómov na ich využitie v ozdravovaní ekonomiky. V Európe nebolo isté, či spoločná mena vôbec prežije, a ak áno, v akej podobe. Tieto obavy viedli k defenzívnym krokom ekonomických aktérov, ktorí sa namiesto investovania do produkcie hodnôt venovali sebaobrane diverzifikáciou a nákupu bezpečných štátnych finančných aktív. Snaha centrálnych bánk o monetárnu stimuláciu ekonomiky s neistým dosahom na peňažnú zásobu a cenovú infláciu zvyšovala mieru neistoty týkajúcej sa informačnej hodnoty štátom manipulovaných úrokov a cien aktív a ich budúceho vývoja. To vytvorilo ďalšiu vrstvu rizika k základnému, podnikateľskému riziku. Zvýšenie celkového rizika v systéme viedlo k presunu investícií smerom k menej rizikovým, prípadne odkladaniu rozhodnutí o investičných projektoch s dlhodobejším, a tým na riziko citlivejším horizontom. Čím je vyššia miera ekonomickej volatility, tým vyššie sú výnosy z čakania. S výškou prípadných strát z nezvratných investičných rozhodnutí vykonaných v prostredí ekonomickej neistoty rastie hodnota vyčkávania a zbierania dodatočných informácií pred uskutočnením finálneho rozhodnutia. Výsledkom je menej produktívnych investícií, vyšší dopyt po štátnych dlhopisoch a následne nižší ekonomický rast.<sup>77</sup> Prejavom tejto náhlej neochoty podnikat', v kombinácii so zásadnými zmenami v trhovom správaní spotrebiteľov, boli rekordné hordy peňazí v rukách otáľajúcich firiem. Tieto vyčkávajúce zdroje využívali finančné inštitúcie na obchodovanie na kapitálových, komoditných a finančných trhoch. Bez nových investícií podnikov do zvyšovania produktivity však ide len o hru s nulovým súčtom, prerozdelenie už existujúcich hodnôt, ktoré nemôže priniesť ekonomický rast. Toto investičné vyčkávanie bolo aj vďaka politikám centrálnych bánk veľmi lacné. Záplava nových peňazí znížila úroky, a tým aj alternatívne náklady neproduktívneho prešľapovania na historické minimá.

## Pomalé umieranie legendy o bezrizikovom aktíve v podobe štátneho dlhopisu

Kedysi bola predstava, že štát môže produkovať bezrizikové cenné papiere, smiešna. Práve štát si zvykol zobrať alebo požičať a nevrátiť. Bezpečné finančné aktíva produkoval súkromný sektor. Ekonomická sila dlžníka, jeho zodpovednosť a reputácia spolu s dodržiavaním vlastníckych práv v systéme viedli k dopytu po jeho cenných papieroch. S rýchlym rastom veľkosti a moci štátu v spoločnosti sa to zmenilo. Kontrola moderného štátu nad peniazmi a väčšinou finančných transakcií v krajine umožnila takmer neobmedzenú mieru efektívneho zdanenia producentov hodnôt, a tým aj výrazne lepšie krytie jeho finančných záväzkov.



Štátne dlhopisy sú o to bezpečnejšie, o čo menej kontroly nad svojím majetkom a vyprodukovanými hodnotami majú daňoví poplatníci. To, že práve štátne dlhopisy vyspelých krajín sa dnes považujú za bezrizikové aktívum, je smutná správa o stave spoločnosti a miere porušovania vlastníckych práv v moderných ekonomikách. Privilegované postavenie štátneho dlžníka, ktorý ako jediný v spoločnosti môže svoje záväzky uhrádzať z cudzieho majetku, odčerpáva zdroje súkromnému sektoru a cez pokles produktivity znižuje životnú úroveň spoločnosti. Bez rizika však nie je žiadny dlh, tobôž nie štátny. Ak politici krajiny používajú kreditku svojich daňových poplatníkov príliš, potom sa dlh môže dostať na úroveň, z ktorej už nemožno ekonomicky vyrásť, a ktorá naráža na limity ochoty občanov platiť dane. Náklady štátov vyplývajúce z neschopnosti politickej triedy šetriť na výdavkoch po krízovom prepade príjmov, a náklady na znárodnenie strát finančného sektora výrazne priblížili dlhy mnohých krajín k tomuto zlomovému bodu. O tom, že aj štátny dlhopis vyspelej krajiny môže byť rizikovým aktívom, sa po gréckom defaulte ľudia presvedčia v nasledujúcich rokoch ešte viackrát.

Prečo súkromní investori tak ochotne požičiavajú štátom

*„Nikdy nepožičiavaj tomu, kto je mocnejší od teba.“* Dvetisícpäťsto rokov stará rada investorom do štátnych dlhopisov v Ekleziastike (VIII:13).<sup>758</sup>

Chodte do banky a vypýtajte si spotrebný úver na refinancovanie dlhu vo výške vášho dvojročného celkového príjmu, a to bez akéhokoľvek zabezpečenia. Ľahšie je nazbierať v decembrovej fujavici jahody pre macochu. Japonsku sa to však týždeň čo týždeň darí, pričom na úrokoch platí rádovo menej než tí najlepší súkromní veritelia. Investori stále ochotne požičiavajú aj krajinám s extrémne vysokým dlhom v pomere k daňovým príjmom. Dokonca aj štáty, ktoré vyhlásia neschopnosť splácať dlh, nemajú problém sa vrátiť na dlhopisové trhy už po niekoľkých rokoch či dokonca mesiacoch a nájst súkromné peňaženky a účty, ktoré sa im ochotne opäť otvoria. Na privilegované postavenie štátnych veriteľov existuje viacero dôvodov. Ten, čo počuť najčastejšie, že štáty majú obrovský majetok, ktorým sú úvery zabezpečené, je trochu mimo. Veriteľ nemá na štátne železnice, ostrov či peniaze v štátnej sociálnej poisťovni žiadny právny nárok. Z histórie síce poznáme snahy o exekúciu dlžného štátu jeho inváziou. Keď napríklad na prelome 19. a 20. storočia Venezuela odmietla splatiť po občianskej vojne dlhy európskym krajinám, do venezuelských prístavov prišli dohodnúť lepšie podmienky reštrukturalizácie dlhov vojenské lode vyslané britskými, nemeckými a talianskymi veriteľmi. Po takmer trojmesačnej námornej blokáde, potopení venezuelských vojenských lodí a ostreľovaní prístavu Fort San Carlos vo februári 1903 sa dohodli, že ich znížené pohľadávky budú garantované tretinou z príjmov z ciel a získajú preferenčné postavenie medzi veriteľmi. V modernej dobe sa od takýchto praktík upus-

tilo. Maximálne dôjde k zhabaniu majetku defaultujúceho štátu nachádzajúceho sa mimo jeho hraníc, ale aj to sa stáva skôr výnimočne. Väčšinu takýchto aktív už štáty aj tak nemávajú napísané priamo na seba, a na tie, ktorými disponujú napríklad ambasády či zastupiteľstvá, platí nepísané embargo. Príkladom zhabania zatúlaného štátneho majetku z nedávnej minulosti bola konfiškácia tréningovej fregaty argentínskej armády Libertad v ghanských vodách v roku 2012 „supím“<sup>759</sup> fondom Elliott Capital Management. Ten skúpil argentínske dlhopisy veriteľov, ktorí sa odmietli zúčastniť na chaotickej reštrukturalizácii argentínskeho dlhu v roku 2001,<sup>760</sup> a následne vyhral medzinárodný súd o oprávnenosti svojich pohľadávok.

Štátne dlhopisy súkromníkom nepomáha predávať majetkové krytie dlhopisov, ale schopnosť štátov vyvlastňovať, regulovať a ovládať. Medzinárodné pravidlá na fungovanie bánk ako BASEL napríklad priradujú dlhopisom vyspelých krajín bezrizikový status. Komerčné banky preto nemusia voči nim držať žiadny vlastný kapitál na rozdiel od dlhu súkromných emitentov, čo znižuje náklady na financovanie štátnych dlhov, zabezpečuje ich privilegované postavenie a vyšší dopyt. Podobné účinky majú aj pravidlá na akceptovaný kolaterál pri refinančných obchodoch komerčných bánk. Ak napríklad ECB akceptuje ako kolaterál v úverovaní komerčnej banky grécke dlhopisy so 7-percentným výnosom, komerčná banka nebude nakupovať dlhopisy BMW s rovnakým výnosom, ktoré centrálna banka diskontuje o 30%. Pomáhajú aj neformálne privilégia a ústupky politikov pre súkromné inštitúcie, ktoré štátny dlh ochotne nakupujú. V Taliansku sa komerčné banky, ktoré kúpia minimálne 3% ročnej emisie štátnych dlhopisov, dostávajú do exkluzívneho klubu s množstvom privilégií a nadštandardným vzťahom k štátnej moci. Ak si komerčná banka nákupom štátneho dlhu v požadovanom objeme nezabezpečila miestenku v klube vyvolených, potom môže zabudnúť napríklad na úlohu koordinátora pri riadení veľkých syndikovaných úverových operácií.<sup>761</sup> Vysoký dopyt po štátnych dlhopisoch nie je iba výsledkom biča, ale aj veľkej dávky cukru. Banky, ktoré spravujú veľkú časť úspor ľudí, obľubujú tento druh finančných aktív aj bez ohľadu na regulačné pravidlá. Mnohé z nich si uvedomujú veľký prienik vlastných záujmov so záujmami štátu a úlohu sociálnej poisťovne, ktorú pre nich hrá štátna centrálna banka. Hĺbku tohto symbiotického vzťahu poodhali- la eurokríza, v ktorej utekajúcich súkromných investorov z dlhopisov problematických krajín nahradili nesolventné domáce banky. Španielsky a taliansky bankový sektor dobre vedel, že napriek formálnemu statusu súkromných komerčných subjektov sú so štátom zrastené ako siamské dvojčatá. Default jedného by znamenal nevyhnutný pád druhého. A požičiavať štátu sa oplatí. Najdôležitejším dôvodom obľúbenosti štátneho dlhu v bankových a investorských kruhoch je výrazne nižšia miera neistoty spojená s pôžičkou štátu, než akú možno dosiahnuť pri úveroch súkromnej firme. Štáty sú špeciálnym dlžníkom.

## So zákonodarným zborom, políciou, súdmi a centrálnou bankou za chrbtom je radosť si požičiavať

Požičať peniaze súkromnej firme znamená stavať peniaze na hodnotu úspechu jej podnikania a cenu jej aktív v dobe trvania úveru. Preto nemôže mať veriteľ nikdy stopercentnú istotu, že sa mu peniaze vrátia. Ak náhodou nejde o Coca-Colu, potom nikdy nie je isté, či firma bude vedieť svoje produkty úspešne predávať aj počas trvania úveru. Či vznik novej konkurencie, posun preferencií klientov, substitúcia za iné produkty, zlý manažment alebo vyvlastnenie vládou nepovedú k platobnej neschopnosti veriteľa a poklesu hodnoty aktív, ktorými za úver ručí. Na to, aby súkromný subjekt pôžičku spolu s úrokom splatil, musí produkovať dostatočné množstvo bohatstva pre spoločnosť, čo je pre nepriviligované trhové subjekty väčšinou pomerne prácny a hlavne neistý proces. Štát to má so získavaním zdrojov na splatenie svojich záväzkov výrazne ľahšie. Neistota v jeho podnikaní je rádovo nižšia. Štát svoje služby a produkty nepredáva, jednoducho ich poskytuje. Služby štátneho monopolu musia ľudia platiť cez dane bez ohľadu na to, či sa im to páči alebo nie. Tu neexistuje hrozba náhleho úniku zákazníkov pre nedostatočnú kvalitu či pre príchod lepšej a lacnejšej konkurencie, ktorá je neustále prítomná v podnikaní každého súkromníka. Nespokojnosť zákazníkov, prípadne ich úplný bojkot poskytovaných služieb nemôže ohroziť príjmy štátu. Daňoví poplatníci zaplatia aj za prázdny vlak, zbytočný úrad či nevyťaženú diaľnicu. Demokraticky zvolená vláda má možnosť zobrať z majetku a príjmu ľudí toľko, koľko uzná za vhodné. Efektívnymi obmedzeniami sú možná snaha vládnucich politikov o znovuzvolenie alebo revolúcia. S takouto istotou príjmov štátu sa súkromným subjektom súťaží ťažko. To už musia na trh dodávať obľúbený produkt alebo službu na to, aby tromfli štát s jeho privilégiom zdaňovať ľudí na nejakom území. Preto si zvyčajne štáty požičiavajú za výhodnejších podmienok ako v nich sídliaca najbonitnejšia domáca firma.

Zvyšovanie daní je pomerne nepopulárne, najmä ak ide o ľahko viditeľné priame dane. Tento odpor pri snahe o zvyšovanie príjmov na splácanie dlhov veriteľom sa však dá obísť vďaka kontrole finančného systému. Dlhovú službu v podobe splátok istiny či úrokov možno prefinancovať aj za pomoci inflácie vo finančnom systéme, iniciovanej centrálnou bankou. Centrálna banka nakúpi za novovytvorené peniaze štátne dlhopisy. Tieto nové zlé peniaze bankový systém úverovaním namnoží a postupne narastú ceny. Občan tak namiesto viditeľne vyššej dani z príjmu na výplatnej páske zaplatí viac v potravinách či na benzínke. Ekonómovia rast cien vysvetľujú napätím na Blízkom východe, daňovník zo zdražovania obviňuje zlých predajcov, a štát vďaka inflácii zarobí ešte aj na vyšších spotrebných daniach, dani z pridanej hodnoty a dani z príjmu právnických osôb, ktorých efektívne sadzby rastúce ceny zvyšujú. Centrálnu banku kontrolovanú štátom možno vnímať ako najefektívnejší daňový úrad na svete. Môže všetkých držiteľov zlých peňazí zdaniť okamžite, bez zdĺhavého hlasovania v parlamente, daňových úradníkov, daňových priznaní a mimo zorného



poľa obyčajných ľudí. Stačí rozhodnutie niekoľkých ľudí, pár úderov do klávesnice a miliardy k dispozícii politickej triede sú na svete. Centrálna banka je rukou štátu, ktorá je neustále ponorená do každej peňaženky či účtu v ekonomiky. Práve možnosťou financovania dlhovej služby cez vytváranie nových peňazí sa dajú vysvetliť aj niektoré podivné krízové javy na dlhopisových trhoch. Jednotlivé členské krajiny eurozóny vznikom spoločnej meny prišli o priamu kontrolu tlačenja peňazí. Ak si chceli pri financovaní verejných výdavkov pomôcť inflačným kúzlom, museli presviedčať aj ostatných členov a doprosovať sa Nemcom s ich fóbiou z inflácie. Aj rozdielom v tom, kto disponoval kľúčami od tlačiarne, sa dajú vysvetliť veľké rozdiely v úrokoch požadovaných investormi pre jednotlivé krajiny. Ešte pred prísľubom Draghiho skúpiť v prípade potreby všetok zlý štátny dlh do ECB, trhy panikárili pri španielskom dlhu, ktorý nedosiahol ani 90% HDP, no japonských 240% alebo amerických 100% ich nechávali chladnými. Extrémne nízke úroky na dlhu USA a Japonska nie sú len výsledkom veľkosti a konkurencieschopnosti ich ekonomík, ale najmä faktu, že na rozdiel od Talianska alebo Španielska plne kontrolujú produkciu peňazí, v ktorých sú tieto dlhy vedené. Ak by mali Španieli svoj dlh splácať štandardným spôsobom, potom by neexistovala iná možnosť, než ešte viac zvyšovať dane už aj tak depresívnej ekonomike. Default by bol otázkou času. Keď by chcelo držiteľov dlhopisov vyplácať Taliansko, muselo by tieto peniaze vysúdiť napríklad od dôchodcov, ktorí v snahe privyrobiť si načierno strihali po nociach olivovníkové sady bez toho, že by z toho platili dane. V takomto scenári bez centrálnej banky za chrbtom politickej triedy predstavujú štátne dlhopisy skutočný záväzok, ktorý nemôže zmiznúť vytvorením nových farebných papierikov.<sup>762</sup> Japonsko alebo USA sa však s takýmto problémom trápiť nemuseli. Ich centrálna banka a schopnosť vytvoriť toľko peňažných jednotiek, koľko len na splatenie dlhu bude treba, robí z ich štátnych záväzkov iba nominálny dlh. Krajina, ktorá má absolútnu moc a kontrolu nad kúpnu silou svojho obyvateľstva, je pre investorov atraktívnejším vydavateľom dlhopisov ako krajina, ktorá platby musí výlučne práce zbierať cez štandardné dane. A prečo im tie dlhopisy potom ľudia kupujú, keď vedia, že štáty si peniaze na ich splatenie vytvoria? Na pochopenie neustáleho dopytu aj po dlhu krajín s otvorene inflačnými centrálnymi bankami je dôležité všimnúť si jeden detail. Kým následky rastúcich cien vďaka inflácii musia znášať všetci užívatelia nafukujúcich sa zlých peňazí, výhody tejto redistribúcie hodnôt v spoločnosti, v podobe istoty zdrojov na dlhovú službu, sú koncentrované v úrokoch vyplácaných veriteľom štátu. Požičiavať štátu s inflačnou menou sa po započítaní odhadovaného rastu cien oplatí. Takú vysokú mieru bezpečnosti výnosu a vrátenia istiny nemožno dosiahnuť v súkromnej sfére. Minimálne dovtedy, kým to v krajine nevyzerá na úplnú katastrofu – keď veľkosť dlhu dosiahne objem, ktorý produkcia súkromného sektora už nevie uniesť, hrozí politický prevrat a default na starom dlhu. Investori sa prostredníctvom úverov štátu podieľajú na odoberaní ekonomickej renty zo súkromného sektora. Táto možnosť ješ za cudzie pri stole pre vyvo-

lených sa finančníkom odmieta ťažko. Pri reštrukturalizácii dlhov štátov a z nich vyplývajúcich stratách pre veriteľov preto slzy roniť netreba.

### **Medzinárodný menový fond – globálny veriteľ poslednej inštancie pre politikov**

K ochote bánk a ostatných inštitucionálnych veriteľov skúsiť šťastie so štátnymi dlhopismi prispieva aj existencia Medzinárodného menového fondu (MMF). Vďaka tejto inštitúcii, ktorá okrem iných úloh obhajuje záujmy súkromných veriteľov štátov, sa banky a inštitucionálni investori dostanú k väčšiemu množstvu svojich peňazí v prípade problémov dlžníckeho štátu. Ak dôjde k defaultu, MMF vyšle do krajiny úderku úradníkov a ekonómov s úlohou zhodnotiť situáciu a zostaviť plán na ozdravenie.

MMF a Svetová banka sú medzinárodné finančné inštitúcie, ktoré vznikli pri bretton-woodskej dohode najmä z rozhodnutia USA a Veľkej Británie. Hlavnými postavami pri vzniku a nastavení fungovania týchto nových inštitúcií bol za Britov John Maynard Keynes a vtedajší americký minister financií Harry Dexter White. Vzhľadom na povojnovú ekonomickú a aj vojenskú dominanciu USA mal posledné slovo americký minister financií. White bol kryptokomunista a čo sa ešte v tom čase nevedelo, aj aktívny špión Sovietskeho zväzu. Rusom napríklad pomohol zabezpečiť originálne spojenecké tlačiarenské lisy na výrobu nemeckých okupačných mariek platných v časti Nemecka spravovanej Západom. Sovieti úlovok od pomýleného amerického ministra financií využili na vlastné obohatenie a vyvolanie cenovej inflácie. MMF bol postavený na intervencionistickej ekonomickej filozofii. Mal suplovať ekonomickú svetovládu a pomáhať štátom v manažovaní ekonomík okrem iného aj uľahčením ich prístupu k finančným zdrojom. Kým Keynes chcel z MMF fond, z ktorého by mohli členské krajiny v časoch ekonomických problémov typu Veľkej hospodárskej krízy financovať fiškálnu stimuláciu na dosiahnutie plnej zamestnanosti, White videl v novej inštitúcii skôr banku pre krajiny v problémoch, ktorá mala zároveň dohliadať na splácanie ich ostatných dlhov. Nakoniec vyhral jeho model MMF ako veriteľa poslednej inštancie pre vlády. Na svetovú centrálnu banku sa MMF podobá aj vydávaním medzinárodných rezervných peňazí SDR (Special Drawing Rights), ktoré sú pohľadávkou na peniaze členskej krajiny MMF. Ich hodnota je nadviazaná na kôš svetových mien a ako zahraničné rezervy ich používajú členské krajiny MMF.

Kým Medzinárodný menový fond sa špecializoval na poskytovanie krátkodobých, preklenovacích úverov, Svetová banka prebrala rolu dlhodobého veriteľa členskými krajinami v problémoch.<sup>763</sup> Obe inštitúcie mali vyvážiť vplyv USA a ich centrálnej banky na svetový finančný systém a korigovať prípadné nerovnováhy vznikajúce z nového menového systému, vystavaného práve na americkej mene.

Z americkej centrálnej banky sa stal po dohode krajín o novej podobe svetového finančného systému producent rezerv, používaných všetkými krajinami. Dolár prebral dovtedajšiu funkciu zlata. Slúžil ako kotva, na ktorú boli fixnými kurzami nadviazané papierové meny ostatných krajín. Centrálné banky jednotlivých krajín mohli z obchodných prebytkov nakumulované doláre zameniť u amerického emitenta za fixné množstvo zlata. USA tak získali obrovský vplyv a moc, ktorú následne zneužili nadprodukciou farebných papierikov s podobizňami mŕtvych prezidentov, ktoré nikdy nebolo možné vykryť zlatom pri dohodnutej cene. Po odhalení tohto podvodu začali európske krajiny svoje dolárové zostatky v čoraz väčších objemoch konvertovať na zlato, čo viedlo k rozpadu bretton-woodskeho systému. MMF ani Svetová banka však nezanikli. Začali žiť svojím vlastným životom slúžiac napĺňaniu rôznych záujmov politickej a finančnej triedy. Z ich úverov sa dajú napríklad udržiavať pri moci nezodpovedné, často tyranské a vlastný ľud ožobračujúce vlády krajín tretieho sveta. Mnohé z nich by bez tejto zahraničnej finančnej podpory nemali čím financovať uplácanie voličov garantujúcich ich moc či vojenské zložky, ktoré ochraňujú ich funkcie. Úplatky vo forme úverov umožňujú politikom Západu ovplyvňovať ťahy diktátorov a vlád na svetovej šachovnici, napríklad získaním súhlasu na umiestnenie vojenskej základne či ovplyvňovaním hlasovania v nadnárodných organizáciách. Súkromní lobisti západného sveta zas pôžičky využívajú na podporu svojich obchodných záujmov. Vďaka členstvu v MMF môžu aj Slováci svojimi peniazmi pomôcť udržiavať pri živote bieloruskú diktatúru alebo sa podieľať na financovaní Sierra Leone, Konga, Kamerunu alebo Grécka.

Preklenovacie úvery krajinám vo finančných problémoch financuje MMF z vlastných zdrojov. Tie sú tvorené vkladmi z verejných financií členských krajín. Účasť MMF pomáha záujmom veriteľov v dobývaní ich pohľadávok a znižovaní strát z ich chybných rozhodnutí požičať nezodpovedným vládam z minulosti. Na ochranu peňazí daňových poplatníkov členských krajín MMF, ktoré celú operáciu financujú, má fond garantované postavenie prednostného veriteľa, ktoré ho chráni pred stratami z prípadnej reštrukturalizácie dlhu krajiny, ktorú „zachraňuje“. Znamená to, že MMF je prvý v rade na zvyšky z príjmov a majetku krajiny, ktorá nespláca záväzky, pred ostatnými veriteľmi krajiny a jeho pohľadávky sa ani v procese reštrukturalizácie dlhu nezmenšujú. K výnimke z tohto pravidla a čiastočnej reštrukturalizácii svojich pohľadávok pristupuje fond iba v prípade najchudobnejších krajín. Fond má vzhľadom na personálne prepojenie s politickou a finančnou triedou silné páky na to, aby lokálni politici z miestnych daňových príjmov presmerovali do fondu toľko zdrojov, koľko je nutné. Z týchto dôvodov nemal MMF zatiaľ vo svojej histórii prakticky žiadne realizované straty zo zlyhaných úverov.<sup>764</sup> Samotná existencia veriteľa poslednej inštancie pre politickú triedu vytvára problémy morálneho hazardu pre vládnučích politikov a zvyšuje počet štátnych defaultov a následných kríz. Peniaze pre krajinu z mešcov MMF nie sú nutne dobrá správa pre obyvateľov krajiny, ktorá nemá prístup k medzinárodným ka-



pitálovým trhom. Nejde o dar, ale úver, ktorý je podmienený vzdaním sa časti suverenity vo fiškálnej a hospodárskej politike. V snahe chrániť záujmy veriteľov a maximalizovať hodnotu ich pohľadávok, sú do krajiny vyslaní úradníci, ktorí optimalizujú nastavenie sociálneho systému, manažujú privatizáciu štátneho majetku a hlavne zvyšujú dane. Napriek tomu, že mnohé opatrenia ako deregulácia, zefektívnenie sociálneho systému či privatizácia podnikov majú často svoju ekonomickú podstatu, jadro opatrení, ktoré spočíva v maximalizácii extrakcie zdrojov zo súkromného sektora na pokrytie čo najväčšej časti zahraničných záväzkov, dusí domácu ekonomiku a necháva súkromný sektor platiť za chyby politickej triedy. Pozitívom účasti MMF na záchrane krajiny býva jeho funkcia zlého policajta, ktorá spolu s krízovou atmosférou niekedy umožní lokálnym politikom implementovať síce bolestivé, no rozumné ekonomické reformy, ktoré by im inak doma u voličov neprešli. No fond je skôr vymáhačom než reformátorom. Keď slovenský minister financií Ivan Mikloš napríklad zvažoval zavedenie rovnej dane, ktorá sa neskôr stala celosvetovo známym symbolom sady úspešných reforiem, predstavitelia fondu ho od tohto kroku odhovárali a považovali ho za príliš rizikový. Reforma, ktorá prispela k rýchlemu ekonomickému rastu krajiny a dobiehaniu bohatstva vyspelých krajín, prešla nie vďaka, ale napriek odporúčaniam MMF. Zaslúžená nie je ani aura odbornosti a neomylnosti obklopujúca ekonómov a úradníkov fondu. Argentína a Grécko sú dva doteraz najväčšie defaulty štátov v histórii. V oboch prípadoch svojimi peniazmi, pomýlenými predpoveďami a z nich vyplývajúcimi zlými radami asistoval aj MMF. *„Bankovým systémom hlásené finančné indikátory sú nad minimálnymi regulačnými požiadavkami a stres testy ukazujú, že systém je odolný,“* píše sa v aktualizácii hodnotenia stability finančného systému Islandu Medzinárodným menovým fondom z 19. augusta 2008.<sup>765</sup> O dva mesiace neskôr praskla tamojšia bublina vo finančnom sektore, tri najväčšie banky skolabovali a islandský finančný systém prestal existovať. Keď abstrahujeme od záujmu politickej triedy, bolo by pre mnohé krajiny a ich ekonomiku často výhodnejším krokom radikálne reštrukturalizovať dlhy namiesto čerpania pomoci. Okamžitá strata externých zdrojov by síce donútila politikov okamžite osekať rozpočet verejných financií tak, aby sa príjmy rovnali výdavkom, no to by mali ekonómovia považovať skôr za výhodu než nedostatok. Zároveň by väčšiu časť strát vyplývajúcich z reštrukturalizácie museli absorbovať naivní zahraniční veritelia, ktorí nezodpovedným politikom krajiny ochotne požičiavali. Pošramotené meno krajiny na medzinárodných dlhopisových trhoch a možné strednodobé problémy s financovaním jej štátneho dlhu opäť možno považovať za negatívum len v prípade, že nie ste daňový poplatník, ale politik, ktorý chce rozhadzovať viac peňazí, než si trúfa vybrať od vlastných voličov na daniach. MMF preto svojimi intervenciami v podstate trestá domáce obyvateľstvo nižšou životnou úrovňou za chyby, ktoré spravila ich politická trieda, v záujme ochrany väčšinou bohatých veriteľov. Podporuje tak nezdravý dopyt po štátnom dlhu a uľahčuje zadlžovanie

nezodpovedných politikov. Táto umelá podpora deformáciou alokácie kapitálu znižuje ekonomický rast a umožňuje zarábať nízkorizikový výnos financovaný z daní, ktorý neprodukuje hodnotu.

Po vypuknutí finančnej a dlhovej krízy došlo k zásadnej transformácii funkcie MMF. Účasť fondu v tzv. trojke, záchrannom komande pôsobiacom na území eurozóny, viedla k presunu ťažiska pôsobnosti fondu. Obrovské objemy napožíčiavané v kríze vyspelým krajinám nadobro zatienili úvery chudobným krajinám Afriky, Ázie a Stredného východu. Kým ešte v 80. rokoch tieto regióny čerpali viac než 50% celkových úverov MMF, po kríze to už nebolo ani 10%. Na prvé miesto s približne 82% čerpaných zdrojov sa dostali krajiny bohatej eurozóny.<sup>766</sup> Zostávajúcu časť pomáhal míňať zvyšok Európy a iné západné krajiny. Zároveň sa zmenil charakter poskytovaných úverov. Z prevažne krátkodobých pôžičiek sa stali úvery trvajúce roky. Zvýšené náklady spojené so záchranou eura sa nepozdávali najväčšiemu prispievateľovi do fondu USA a ani Japonsku. Je úsmevné, že tieto dve krajiny, ktoré sú najväčšími prispievateľmi do MMF, sú zároveň aj krajinami s najväčšími štátnymi dlhmi na svete.

### Slepec na mínovom poli - hľadanie limitov výšky štátneho dlhu

Už pred krízou mal vyspelý svet vysoké štátne dlhy. Politická trieda si odvtedy, čo prebrala v 70. rokoch dvadsiateho storočia nad zlými peniazmi totálnu kontrolu, zvykla míňať viac, než vybrala na daniach. Vznikajúce deficity sa naučila refinancovať odčerpávaním zdrojov súkromnej sféry. Do toho prišla kríza, zvýšené výdavky, neschopnosť šetriť a záchrana spriatelovaných finančných inštitúcií z verejných zdrojov. Štátne dlhy vyspelých krajín sa za pár rokov takmer zdvojnásobili a v pomere k ich domácim produktom už presiahli úroveň dosiahnutú počas finančne extrémne náročného celosvetového vojenského konfliktu – druhej svetovej vojny. Všetko, čo nemôže trvať večne, sa raz skončí. Napriek popísanému privilegovanému postaveniu štátneho dlhu aj tu existujú obmedzenia. Okrem poslušnosti daňových husí, ktoré môže politická trieda podľa potreby ošklbať, sú na udržateľnosť dlhu určujúce ešte reálne trhové úroky a ekonomická výkonnosť krajiny. Jej produkčná schopnosť predstavuje tvrdý strop na to, čo je ešte cez vyššie dane a infláciu splatiteľné a čo nie. Napriek tomu, že všetci vedia o existencii takýchto limitov, nikto nevie, kde presne sa pre tú-ktorú krajinu nachádzajú. Objektívne fakty vždy subjektívne vyhodnocujú ekonomickí aktéri a ich odhad môže navyše spätne ovplyvniť samotný predpovedaný jav. Táto nepriehľadnosť a samo posilňujúca sa spätná väzba vedie na dlhopisových trhoch k nepríjemným prekvapeniam. Je to podobné, ako keď sa snažíte ohnúť suchú vetvu. Ťaháte, ťaháte, ohyb sa zväčšuje iba pomaly, a zrazu prásk, naraz, z ničoho nič drevo povolí. Vlákna sa netrhajú postupne jeden po druhom s rastúcou silou, ale povolia v krátkom čase všetky

naraz. Podobne fungujú dlhopisové trhy. Nejde o lineárny systém. Úroky štátu nestúpajú postupne v malých krôčikoch, až narastú na neudržateľnú úroveň, ale skokovito z týždňa na týždeň. Rozhadzovanie politikov a fiškálne problémy krajiny trhy dlho zdanlivo ignorujú, až kým pohár nepretečie a nepovedia si dosť. Ako keby si zrazu všetci investori naraz uvedomili neudržateľnú fiškálnu situáciu dlžníckeho štátu a hromadne sa rozbehli smerom k východu horiaceho divadla. Počiatočné predaje dlhopisov a rýchlejší rast úrokov na začiatku tejto úrokovej lavíny upozorní na problémy viac investorov, ktorí tiež začnú predávať a prvotný signál tak ešte zosilnia. Rastúce úroky ešte viac zhoršujú finančnú situáciu krajiny v problémoch. *„Môžu za to špekulanti, ktorých cieľom je robiť krajine, prípadne menovej únii zle!“* nariekajú ako malé deti politici, ktorým trhy nečakane zobrali z rúk peňaženku. Táto pohotovú, mylnú interpretáciu vychádza z očakávania lineárneho správania úrokov, kde skokovitý náraz môže byť spôsobený iba manipuláciou podvodníkmi a zlými úmyslami. Doteraz profitovali zo zdanlivej bezstarostnosti trhov, no keď príde čas pozrieť sa pravde do očí, hádžu vinu na iných. Aj Gréci si ešte koncom roka 2009 požičiavali na 10 rokov za necelých 5%, čo po upravení o grécku cenovú infláciu znamenalo rovnaký reálny úrok, aký bol vtedy na nemeckých štátnych dlhopisoch. A to napriek všeobecnej vedomosti o zlej fiškálnej situácii Grécka. O rok neskôr si už nevedeli požičať vôbec. Na vine, samozrejme, nebola politická trieda Grécka, ktorá dohnala krajinu do nesolventnosti, ani predstavitelia eurozóny, ktorí grécku dlhovú šlamastiku dlhodobo ignorovali, ale „svorka špekulantov“, ktorá ju naplno odhalila. S tým, že dlhopisový trh funguje ako nákladná loď, ktorá si nevšimne malý náklon, no len o niečo väčší vyvolá posunutie nákladu, ktorý ju prevrhne, treba žiť. Nepomôže dohováranie trhom, ani prázdne volanie po návrate dôvery, lásky a tolerancie. Ide o charakteristickú črtu spoločenských javov. Na takomto princípe pozitívnej spätnej väzby fungujú lavíny, zemetrasenia, odtrhnutie tekutej kvapky, epileptický záchvat či panika na akciových trhoch. Informačnú hodnotu výšky úrokov tej či onej krajiny treba brať preto s rezervou. Dlhopisové trhy sú chronicky krátkozraké. Treba ich očistiť nielen o manipuláciu zo strany centrálnych bánk, ale aj o extrémne udalosti v podobe náhlej straty dôvery. To je však nemožná úloha. Horolezci vravia, že v horách treba jesť, kým ešte človek nie je hladný, piť skôr, než príde smäd a obliecť sa predtým, než začne od zimy triasť. Podobne by sa mali politici krajiny báť pomsty dlhopisových trhov dávno pred tým, než im začnú výrazne rásť úroky. Potom je už často neskoro.

### Keynesiánska konečná

Optimum výšky dlhu pre krajinu a jej občanov sa neprelína s optimom vládnu-  
cich politikov, horizont politickej triedy je podstatne kratší. Útok dlhopisovej hliad-  
ky je ťažko predvídateľný, čo motivuje politikov míňať tak, ako keby žiadny nehrozil.



Nízke úroky vyvolané pokrízovou záplavou nových peňazí v kombinácii so slabým ekonomickým rastom používali politici vyspelého sveta ako dôkaz proti nutnosti šetriť. Ako trhy podpísané potvrdenie o neškodnej a udržateľnej veľkosti štátnych dlhov. A trhy sa predsa nemôžu mýliť. Relatívny pokoj na dlhopisových trhoch môže klamať. Predstava, že dlhová bublina už praskla a v pokrízových rokoch svet už úspešne absolvoval ozdravné zníženie dlhov na ich udržateľnejšiu úroveň, je mylná. Celkový dlh za celý svet sa ani vypuknutím krízy neznížil, naopak vďaka fiškálnym a monetárnym opatreniam poskočil. Kým pred krízou bol 175% HDP, v roku 2013 to už bolo viac než 210% svetového HDP. Pokrízový rast dlhu popohнал najmä masívny čínsky úverový stimul, ktorým súdruhovia v snahe udržať rast HDP, vytvorili množstvo mylných investícií v podobe miest duchov či neefektívnej infraštruktúry. Vyspelý svet je z hľadiska veľkosti dlhu k produkčnej schopnosti na tom ešte horšie ako Čína. Celkový súkromný a štátny dlh (bez finančného sektora) siedmich najväčších vyspelých ekonomík – Francúzska, Kanady, Nemecka, Talianska, Spojeného kráľovstva, Japonska a USA – bol v roku 2013 vyše 275% ich hrubého domáceho produktu. Utlmené zadlžovanie súkromníkov plne kompenzoval štát. Podiel štátnych záväzkov na celkovom dlhu narástol. K expanzii dlhu dochádzalo v prostredí dlhodobo klesajúcich reálnych aj nominálnych úrokov. Úroky sa za tri dekády poklesu dostali až na nulu a historicky nízke náklady na dlhovú službu vo vyspelých ekonomikách umožnili trhom veriť v udržateľnosť dlhov aj napriek pomalému rastu vyspelých ekonomík. V snahe udržať náladu dlhopisových trhoch boli centrálné banky ochotné vytvoriť množstvo nových zlých peňazí, ktorými znižovali úrokové miery. Centrálné banky v roku 2013 nakúpili viac než polovicu všetkých vydaných dlhopisov na svete, spolu za 1 600 miliárd dolárov, pričom nakupoval najmä americký Fed a japonská Bank of Japan. Prevažná väčšina novovydaných dlhopisov sú práve štátne dlhopisy, financujúce verejné výdavky a existujúce štátne dlhy. Keď štáty predávajú dlhopisy a ich vlastné centrálné banky veľkú časť z nich za novovytvorené peniaze skúpia, potom nemožno očakávať, že takto vzniknutá cena v podobe úrokov zodpovedá ekonomickej realite. Programy centrálnych bánk, ako je americké či japonské kvantitatívne uvoľňovanie, alebo jeho európska verzia a programy OMT či LTRO úvery, z ktorých veľká časť skončila práve v štátnych dlhopisoch, znižovali svojim politikom náklady na správu štátneho dlhu. Umelo nízke výnosy na štátnom dlhu nepomotali hlavy iba bezstarostným politikom, ktorý nízke úroky považovali za výborné vysvedčenie ich fiškálnej politiky. Úroky na štátnych dlhoch sú základom na stanovenie úrokov vo zvyšku ekonomiky. Ich manipulovaná cena pomýli investorov, podnikateľov a domácnosti, čo opäť povedie k ďalším kolám mylných investícií, pomýlenej spotreby a k ilúzii bohatstva. Po takýchto ilúziách zvyknú prísť nepríjemné prebudenia v podobe recesie. Ďalšie šoky v podobe rozsiahlejšieho vojenského konfliktu alebo hlbokkej recesie spojenej s rastom nezamestnanosti a prípadnými problémami finančného sektora sú to posledné, čo teraz vyspelý svet potrebuje. Na ďalšiu fiškálnu a monetárnu

stimuláciu už nie sú rezervy vzhľadom na vysoké dlhy štátov a nafúknuté súvahy centrálnych bánk. Iba ak by nám požičali mimozemšťania.

### Bublina v štátnom dlhu hľadá svoj špendlík – keď defaultuje štát

Množstvo nových peňazí dnes opäť snorí po celom svete, hľadajúc akýkoľvek výnos. Výsledkom je nafukovanie cien aj obskúrnych finančných aktív. Znovu sa objavilo stratené libido a ochota investorov riskovať pri nákupe finančných aktív. Ich ceny vzrástli a relatívne sa priblížili k cenám bezrizikových aktív podobne, ako sa to dialo pred krízou. Americké vysoko rizikové junk dlhopisy s neinvestičným ratingom dosahujú rekordné ceny. Ich výnosy už v roku 2012 klesli až na úroveň výnosov amerických desaťročných štátnych dlhopisov z roku 2007. Manažéri verejne obchodovateľných spoločností využívali lacné úvery nie na investície do podnikania, ale na odkup vlastných akcií. Rozvíjajúce sa ekonomiky si vďaka globálnemu prebytku peňazí mohli zrazu požičiavať za nevídane výhodných podmienok. Rwanda na desaťročných štátnych dlhopisoch platila menej ako 6% úrok. Mnoho z rozvíjajúcich sa krajín vytvára relatívne vysoké deficity bežného účtu, a preto závisia od zahraničného kapitálu. Napriek tomu zahraniční investori nakúpili medzi rokmi 2009 – 2012 viac než pätinu existujúcich dlhopisov Turecka, Ukrajiny, Mexika, Indonézie alebo Poľska. Prípadné sprísňovanie monetárnej politiky Fedu tak bude mať zásadný vplyv na ceny týchto rizikových finančných aktív. Investori do ukrajinského dlhu nemuseli čakať na svoje neprijemné prekvapenie ani dovtedy. Práve na trhu štátnych dlhov bolo možné efekty mágie zlých peňazí vidieť najzreteľnejšie. Napriek tomu, že USA robili v pokrízových rokoch grécke deficity verejných financií presahujúce 10% HDP, klesol v júli 2012 výnos na 10-ročných amerických štátnych dlhopisoch na 1,39%. Americký štát si so štátnym dlhom 100% HDP požičiaval peniaze za najnižší úrok od roku 1790, kedy sa začali viesť o tejto cene záznamy. Podobne nízkym úrokom krajina čelila v roku 1945, keď ako bohatá víťazná povojnová mocnosť s nezničenou krajinou mala v neistom svete výsadné postavenie dominantného ekonomického a vojenského hráča. V Holandsku, kde majú najstaršie záznamy o výške úrokov, dosiahli dlhopisové výnosy 496-ročné minimum. V Spojenom kráľovstve boli základné sadzby najnižšie od vzniku centrálnej Bank of England v roku 1694.<sup>767</sup> V Nemecku alebo vo Švajčiarsku ľudia štátom za to, že im mohli požičať peniaze, dokonca platili. Úroky klesli aj krajinám, ktorým len pred pár rokov hrozil default. Po ohlásení garancie dlhopisov krajín eurozóny tlačiarňami ECB v lete 2012 a európskom QE z roku 2015 padli postupne nominálne výnosy na španielskych alebo talianskych štátnych dlhopisov až pod úroveň amerických. Z dlhopisových trhov sa vytratili obavy o stav štátnych dlžníkov. Investorov prestalo zaujímať, ako štáty prefinancujú nekryté budúce záväzky v podobe zle nastavených dôchodkových systémov. Pritom čistá súčasná

hodnota nekrytých výdavkov spojených so starnutím obyvateľstva sa odhadovala v USA na pätnásobok a v Španielsku až 6,5-násobok ročného HDP. Vyspelé krajiny mali implicitné dlhy v priemere štvornásobku ich HDP. Tieto čísla mali vyvolávať obavy aj v prípade zdravo rastúcich ekonomík. No o silnom ekonomickom raste sa mohlo Amerike a Európe akurát snívať.



### Kedy je štátny dlh udržateľný

Ak z hry vynecháme štátnu centrálnu banku a komerčné banky, ktoré štátne dlhopisy nakupujú z donútenia, potom je podmienkou na existenciu dopytu viera investorov v solventnosť štátov. Mali by byť presvedčení, že štát bude v horizonte mesiacov a rokov schopný refinancovať svoje záväzky. Vzhľadom na špecifiká štátu sa jeho solventnosť dá formálne vyjadriť tak, že čistá súčasná hodnota jeho budúcich záväzkov musí byť menšia ako čistá súčasná hodnota jeho budúcich primárnych prebytkov. Primárnym prebytkom sa myslí pozitívny rozdiel medzi verejnými príjmami a verejnými výdavkami pred zarátaním nákladov na dlhovú službu. Toto je definícia v prípade tzv. „flow“ konceptu postaveného na tokoch finančných prostriedkov. Solventnosť definovaná v „stock“ prístupe dáva do pomeru celkové záväzky štátu s jeho aktívami v podobe voľných finančných prostriedkov a štátneho majetku.<sup>768</sup> Likvidita krajiny je naopak pojem hodnotiaci krátkodobú schopnosť štátu udržať si prístup na dlhopisové trhy a mať možnosť uhrádzať všetky okamžité splatné záväzky. Pojmy likvidity a solventnosti sa prelínajú a navzájom ovplyvňujú. Ak štát začne z nejakých dôvodov strácať dôveru trhov, a tým aj okamžitý prístup k novým úverom, môže to predražiť refinancovanie existujúcich dlhov do takej miery, že výška nákladov na dlhovú službu spraví krajinu nesolventnou. Výšku úrokov, ktoré veritelia od štátov vyžadujú, ovplyvňuje množstvo premenných. Okrem absolútnej výšky dlhu v pomere k príjmom štátu z daní, rizikovosť pôžičiek ovplyvňuje aj ekonomická výkonnosť krajiny, aktíva štátu, historická fiškálna zodpovednosť jej politickej triedy, štruktúra existujúceho dlhu z hľadiska doby jeho splatnosti, stabilita meny a už spomínaný fakt, či štát plne kontroluje produkciu meny, v ktorej je dlh emitovaný. Ekonomicky slabá a politicky nestabilná krajina môže stratiť dôveru súkromných veriteľov aj skôr, než jej dlh dosiahne Európskou úniou kanonizovaných 60% HDP. V roku 2001 mala Argentína, bezprostredne pred defaultom, štátny dlh len vo výške 45% HDP. Ako ilustruje Japonsko, väčšie, stabilnejšie a bohatšie krajiny nemusia mať problém s refinancovaním ani v prípade, že ich dlh presiahne 200% HDP.



Štáty dlhy nezvyknú splácať, ale skôr sa z nich snažia vyrásť. Namiesto nominálneho splácania je politicky príjemnejšia stratégia rast dlhu tlmieť tak, aby nepredbiehal rast bohatstva. Pomôže aj inflácia. Ak dlh z roka na rok narastie zo 100 na 105, pričom súkromná ekonomika za rovnaké obdobie vzrastie zo 100 na 110, pomer dlhu k HDP klesne a vláda vyzerá ako definícia fiškálnej zodpovednosti napriek tomu, že jej výdavky boli opäť vyššie ako príjmy. No spásonosný rast ekonomiky, ktorý mal vyriešiť dlhové problémy po kríze, neprichádzal. Napriek tomu, že sa Veľká recesia oficiálne dávno skončila, ekonomiky rástli výrazne pomalšie ako pred krízou a mnohé z nich trápila vysoká nezamestnanosť. Dlhodobé predpovede ekonomického rastu pre vyspelé krajiny sa každým ďalším pokrízovým rokom zhoršovali a cenová inflácia zaostávala najmä v Európe dokonca aj za cieľom centrálnej banky vo výške 2%. Kombinácia ekonomickej a cenovej stagnácie postupne znižovala kapacitu štátov naberať nové dlhy a v niektorých prípadoch splácať aj tie existujúce. Nízke úroky tento problém zakrývali. Pri úroku 0,5% na 10-ročných dlhopisoch vyzerá byť aj štátny dlh Japonska vo výške 200% HDP prechádzkou ružovou záhradou. Problémy prídu vtedy, keď sa dlhodobý trend klesajúcich úrokov obráti. Rastúce náklady na dlhovú službu odkrývajú, že nejesten štát je nesolventný. Že požičané peniaze neinvestoval na zvyšovanie produktivity ekonomík, ktorá je schopná pokryť splátky dlhu, ale jednoducho ich prejedol. Keďže ceny dlhopisov štátov vyspelého sveta prekonal dvesto- či tristoročné rekordy, očakávať v nadchádzajúcich rokoch korekciu smerom k dlhodobým priemerom nie je radikálnou víziou. K zvýšeniu úroku môže prispieť rozbehnutie ekonomickej aktivity a väčší dopyt po pôžičkách zo súkromnej sféry, ktorý posmelí banky v úverovaní. Rezerv na to majú už dnes dosť, chýba už len odvaha a lepšie ekonomické prostredie. Multiplikácia peňazí úverovaním následne povedie k cenovej inflácii, ktorú už bude vidno aj v spotrebiteľských indexoch. Centrálné banky tak budú nútené zvyšovať základné úrokové sadzby a sťahovať peniaze z obehu, čo spolu s rastúcimi inflačnými očakávaniami nafúkne všetky úroky v ekonomike. K úprave úrokov smerom hore môže prispieť aj strata dôvery v udržateľnosť dlhu slabého a dlhom zataženého štátu. Panika z nesplácania dlhu nejakou vyspelou, dostatočne veľkou krajinou môže prebudiť ostatných investorov a spustiť ťažko modelovateľnú reťazovú reakciu výpredajov iných štátnych dlhov a s tým súvisiaci rast úrokov. O tom, ktoré krajiny sú ideálnymi kandidátmi na takýto scenár, sa dá len špekulovať. Z hľadiska výšky zadlženia a chatrnosti ekonomiky vystupuje do popredia Grécko, no to už nedávno reštrukturalizáciou prešlo, jej prípadné pokračovanie preto nebude prekvapením. Väčší potenciál šoku sa nachádza pri krajinách ako Japonsko, Taliansko alebo Španielsko.

## Prosíme, nebojte sa!

Krajina vychádzajúceho slnka sa zdá ideálnym kandidátom na epicentrum dlhového zemetrasenia. HDP nerastie, dlh áno. Japonský štátny dlh je viac než 20-krát väčší než ročné príjmy štátu. Tamojšia centrálna banka v snahe o rozbehnutie cenovej inflácie pokračuje v programoch kvantitatívneho uvoľňovania. Ak sa jej nakoniec predsa podarí oživiť inflačnú predstavivosť a vzrastú úroky, potom sa môže stať obrovský japonský štátny dlh nefinancovateľným. Japonský štát dlží 6 miliónov jenov na jedného Japonca, čo bolo v roku 2014 viac než 40-tisíc eur. Až 46% výdavkov verejných financií v roku 2013 sa financovalo vydaním nového dlhu.<sup>769</sup> Pritom už v čase nulových úrokov dosahovali náklady na dlhovú službu viac než polovicu daňových príjmov. Drvivá väčšina dlhu je v domácich rukách v komerčných bankách a dôchodkových fondoch. Starnúce obyvateľstvo tak môže mať síce dlhý, no omnoho chudobnejší život, než sa predpokladalo. Nízkym podielom mladých ľudí ekonomika trpí už dnes, a táto situácia sa bude už len zhoršovať. V roku 2012 sa v Japonsku predalo prvýkrát viac plienok pre dospelých ako pre deti.<sup>770</sup> Situácii nepomáha ani vo vyspelom svete najnepriateľskejší postoj k cudzincom, ktorý limituje imigráciu pracovníkov zo zahraničia. Odhaduje sa, že na dne japonskej demografickej krízy bude na troch dôchodcov pracovať iba jeden ekonomicky aktívny Japonec.<sup>771</sup> Jeden človek tak bude živiť seba, troch dôchodcov plus chorých a deti. To napriek bohatstvu japonskej spoločnosti a množstvu nakumulovaných aktív nezníže udržateľne. V roku 2014 dovoz v Japonsku prvýkrát presiahol vývoz po niekoľkých dekádach, čo môže predznamenať problémy japonskej meny a dlhopisov. Ministerstvo financií, na ktorého čele stálo za posledných 6 rokov až 10 rôznych ministrov, sa však kolapsu verejných financií neobáva. Na internetovej stránke na takúto obavu odpovedá svojim obyvateľom univerzálnou výzvou: „Prosíme, nebojte sa!“

Neschopnosť platiť vyššie úroky nespôsobí vrásky len na čele vládnych politikov. Štátne dlhopisy sú dnes veľmi obľúbeným finančným aktívom. V obrovských objemoch do nich investovali rôzne finančné inštitúcie a parkujú v nich úspory množstva ľudí. V roku 2010 bolo viac než 35% všetkých existujúcich európskych štátnych dlhopisov v bankách eurozóny, 16% v dôchodkových fondoch a poisťovniach a 9% v investičných fondoch. Rastúce úroky vyvolajú presný opak toho, čo vidno pri stimulácii ekonomiky nízkymi úrokmi. Namiesto rastu cien dlhodobých aktív dôjde k ich plošnému poklesu a investorov čakajú exponenciálne straty

na hodnote dlhodobých finančných aktív. Napríklad rast výnosu z 1 na 2% vedie k 5-percentnému poklesu trhovej ceny 5-ročného dlhopisu a 9-percentnej strate na 10-ročnom dlhopise. Prípadný niekoľkopercentný skok v úrokoch preto môže viesť k vysokým stratám pre banky a odkrytím ich nesolventnosti môže opätovne ohroziť ich fungovanie.

**Štátny dlh nie je problém, ale naše aktívum!  
Naozaj si požičiavame od našich detí?**

Štátny dlh je rovnako ako každý dlh vo svojej podstate iba prerozdelením dispozičných práv cez požičané peniaze na existujúci reálny kapitál. Presun peňazí znamená dočasný presun kontroly nad tým, ako sa použijú spotrebné, kapitálové statky, prírodné zdroje a prácu v hodnote zodpovedajúcej dlžnej sume. Dlžník, v tomto prípade štát, rozhodne, či sa za ne postaví cesta, vyplatia vianočné dôchodky, alebo sa zaplatí cena pre víťazného koňa na bratislavskej štátnej dostihovej dráhe. Samotný akt poskytnutia pôžičky preto automaticky nezvyšuje, ani neznižuje bohatstvo spoločnosti. Až použitie týchto peňazí určuje, či dôjde k zvýšeniu produktivity a bohatstva, alebo k jeho zníženiu čistou spotrebou. Poskytnutou pôžičkou je vzniknutá pohľadávka zároveň novovzniknutým finančným aktívom s nejakým očakávaným budúcim príjmom a z neho odvodenou trhovou hodnotou. Existujúci štátny dlh niekto musí držať, pričom väčšina z neho zvyčajne skončí v domácich rukách, teda na súvahách domácich bánk, poisťovní, investičných a dôchodkových fondov. Štátny dlh tak držia vo svojich portfóliách aj ľudia, ktorí sú zároveň daňovníci, financujúci jeho splácanie. To, že sčasti štátny dlh dlžíme sami sebe, vedie niektorých ekonómov k vyhláseniam, že strach z prílišného zadlženia štátu nie je opodstatnený, a reči o tom, že zadlžovanie štátu je ochudobňovaním našich detí, sú laickým nezmyslom.<sup>72</sup> Dlhom vznikajú nielen záväzky, ale aj v spoločnosti roz distribuované pohľadávky. Pri splácaní doma držaného dlhu síce niekto v štáte ochudobnie, no iný o rovnakú sumu zbohatne. Sčítané a podčiarknuté: žiadny problém a pokračujme v stimulácii ekonomiky štátnym míňaním nad daňové pomery.

Napriek tomu, že sa skutočne nedá pri zadlžovaní presunúť reálne bohatstvo z budúcnosti, ale iba sa prerozdeľuje to existujúce, obavy o ochudobňovanie budúcich generácií majú racionálny základ. Štátne výdavky majú negatívny dosah na produktivitu ekonomiky. To, že sú zvyčajne rádovo menej efektívne ako alternatívne použitie kapitálu v súkromnom sektore, ilustrovalo množstvo empirických prieskumov pri snahe o vyčíslenie keynesiánskych fiškálnych multiplikátorov. Nevyužitá diaľnica, prázdne štátne strategické letisko či nová budova verejnoprávnej televízie zvyčajne neprinesú vôbec toľko rastu ako investícia súkromníka do novej technológie či miezd zamestnancov. Zadlžovanie, ktoré vedie k menej efektívnemu použi-



tiu statkov a výrobných faktov v ekonomike, tak exponenciálne znižuje bohatstvo budúcich generácií. Či ekonomika rastie jedno alebo dve percentá, je zásadný rozdiel. Pri jednopercentnom raste musíme na dvojnásobnú životnú úroveň čakať dve generácie, kým pri dvojpercentnom raste sa rovnakého ekonomického zázraku dožijeme sami. to, že ochudobňovanie detí, vnukov a vnučiek štátnym dlhom je možné, tvrdil aj ekonóm James Buchanan.<sup>773</sup> Agregovaním individuálnych prípadov mizne produktivitu negatívne ovplyvňujúci efekt prerozdelenia vyvolaný vznikom štátneho dlhu. Štátny dlh nedrží nejaká abstraktná spoločnosť, ale konkrétni ľudia, ktorým iní konkrétni ľudia neskôr štátne záväzky zo svojho majetku splácajú. Predstavte si, že krajina zorganizuje obrovskú spotrebnú párty v podobe zimnej olympiády. Na to, aby štát postavil absurdne veľké alebo zbytočné športoviská, ktoré budú po olympiáde pustnúť, a zaplatil armádu ľudí, ktorí budú zápolenie upotených športovcov o status a peniaze organizovať, sa spotrebuje nielen množstvo peňazí, ale aj reálneho kapitálu. Betón a potraviny, ktoré na olympiádu minie štát a jeho zamestnanci, nemôže minúť na iný projekt nik iný v súkromnom sektore. Ak sa táto nacionalistická zábava nefinancuje transparentne z olympijskej dane uvalenej na každú hlavu, ale namiesto toho sa o jej náklady zvýši zadlženie krajiny, potom spotrebu kapitálu politikmi a ich dodávateľmi financujú odkladom spotreby ľudia, ktorí vydané štátne dlhopisy nakúpia. Ostatní v spoločnosti toto plytvanie kapitálom v čase usporiadania olympiády významne nepocítia. Naopak, nepriame efekty v podobe zvýšeného výskytu turistov štedrých na euro či subdávky pre podnikateľov previazaných s politickou triedou, vytvoria zdanie obedu zadarmo. Vďaka ochotným veriteľom, ktorí umožnili financovanie tohto veľkolepého ničenia kapitálu dobrovoľným odložením svojej spotreby výmenou za úrok, je možné presunúť nevyhnutné ochudobnenie celej spoločnosti v čase. Ich úspory fungujú ako zázračný stroj času pre presun reálnych nákladov verejných výdavkov do budúcnosti. O 10 rokov, keď budú dlhopisy splatné, sa na ich vykrytie použijú výnosy z existujúcich alebo zvýšených daní. Až mnoho rokov po olympiáde budú ekonomicky aktívne deti rodičov, užívajúcich si prchavé pocity nezaslúženej národnej hrdosti na hokejových štadiónoch, daňami donútené navždy znížiť svoju spotrebu a presunúť ekvivalent vyplytvaného kapitálu spolu s úrokmi späť do rúk majiteľov dlhopisov.<sup>774</sup> Svoje papierové pohľadávky veritelia v danom momente zmenia za poukážky na reálny kapitál a zvyšok spoločnosti o príslušné množstvo ochudobnie. Účet za obed zadarmo volíci nakoniec skôr či neskôr zaplatia. Na to, aby platilo, že štátny dlh nie je problém, keďže ho dlžíme sami sebe, by museli byť dane na jeho splácanie uvalené výlučne na držiteľov týchto dlhopisov. No potom by štát investorov do svojho dlhu hľadal ťažko.<sup>775</sup>

## Možné riešenia vysokých štátnych dlhov – ako bude vyzerat redukčná diéta?

Pri snahe o predpovedanie budúceho vývoja pomáha vytvoriť si najprv zoznam všetkých predstaviteľných možností a až potom pristupovať k posudzovaniu ich pravdepodobnosti. Výnimkou nie je ani veštenie ekonomického riešenia problému vysokého štátneho dlhu. Na jeho elimináciu existuje päť spôsobov. Pohľad do histórie ukazuje, že vo väčšine prípadov ide o kombináciu viacerých z nich.

Prvým liekom je rýchly ekonomický rast. Ten cez vysokú zamestnanosť a rast cien aktív zvýši daňovo-odvodové príjmy štátu. Zredukuje tárchu dlhovej služby a jej podiel na celkových verejných výdavkoch. Vďaka hospodárskemu rastu zároveň dôjde k poklesu absolútneho dlhu v pomere k veľkosti ekonomiky, čo ho spraví udržateľnejším s pozitívnym dosahom na úroky. Práve dostatočné tempo ekonomického rastu umožnilo vyspelým krajinám v posledných dekádach z dlhov vyrastať. Klesajúci podiel dlhu na HDP vytvoril kapacitu pre ďalšie beztretné deficity rozpočtov a zadlžovanie, čo štáty viac než naplno využili. Práve tu treba hľadať príčiny posadnutosti politickej triedy a štátnych ekonómov ekonomickým rastom alebo presnejšie skôr rastom jeho najobľúbenejšieho ukazovateľa v podobe hrubého domáceho produktu.

Druhým je klasické, starosvetské a v súčasnosti extrémne nepopulárne šetrenie. Napriek vzácnosti tohto javu stále existuje možnosť, že politická trieda obmedzí výdavky štátu tak, že sa budú rovnať príjmom. Pri rastúcej ekonomike stačí na pokles relatívneho zadlženia aj toto minimálne obmedzenie. Radikálnejšou fiškálnou politikou je generovanie prebytku rozpočtu, vďaka čomu sa dá dlh splácaním istiny dokonca rýchlo znižovať. Že to ide, ukazovalo svetu až do vypuknutia krízy relatívne chudobné Estónsko, ktoré vďaka tejto prísnej rozpočtovej disciplíne vstupovalo do krízy so štátnym dlhom menej ako 5% HDP. Krajina prebytkový rozpočet dosiahla opäť v roku 2011 a jej pokrízový dlh je na úrovni z európskeho hľadiska smiešnych 10% HDP.

Dlh sa dá zlikvidovať aj menej tradične, a to defaultom a jeho následnou reštrukturalizáciou. K tomu môžu štát dotlačiť okolnosti alebo strategické dôvody. Štát v defaulte odmietne pokračovať v splácaní svojich aktuálnych záväzkov. Keďže košeľa je bližšia ako kabát, väčšinou ide o selektívne nesplácanie záväzkov zahraničným veriteľom. Politická trieda nechce ohroziť fungovanie domácich inštitúcií držiacich štátny dlh, ako sú dôchodkové fondy, poisťovne alebo komerčné banky a vyvolať doma paniku. Málokto je politik je taký hlúpy, že by si chcel zahatať prístup na zahraničné kapitálové trhy na dlhé obdobie, preto predstavitelia štátu zvyčajne neodmietnu celý záväzok, ale snažia sa o nejakú formu dohody, v rámci ktorej veritelia odpustia časť čistej súčasnej hodnoty dlhu. K zníženiu dlhu môže dôjsť buď odpustením úrokov, časti istiny alebo len natiahnutím splátkového kalendára. Medzi rokmi 1950 a 2010 došlo vo svete k 600 reštrukturalizáciám štátnych dlhov

95 krajín,<sup>776</sup> 447 z nich malo podobu bilaterálnej dohody o úprave úverov medzi dvoma krajinami. Spadali teda do tzv. Parížskeho klubu – neformálneho združenia zástupcov 19 ekonomicky najväčších krajín, ktoré sa snaží ad hoc stretnutiami riešiť zlyhané úvery medzi jednotlivými vládami. A 186 dohodnutých reštrukturalizácií bolo realizovaných na dlhu držanom súkromnými veriteľmi, či už v podobe bankových úverov (tzv. Londýnsky klub – zástupcovia bánk rokujú o zlyhaných úveroch s vládami) alebo štátnych dlhopisov. Nie všetci s vyrokovanými podmienkami pre veriteľov súhlasia. Tí, čo novú dohodu odmietnu akceptovať (tzv. holdouts), potom buď čakajú na neskoršiu lepšiu ponuku od vlády, pohľadávku predajú za lepšiu cenu supím fondom, alebo sa následne sami s dlžnou krajinou súdia na medzinárodných súdoch. Dúfajúc vo vyššie plnenie, ako bolo garantované v novej dohode. Veľký podiel holdouts bol práve v spomínanom poslednom defaulte Argentíny z roku 2002. Krajina ešte dnes čelí súdnym sporom, ktoré komplikujú zahraničné financovanie jej štátneho dlhu.

V prípade absencie ekonomického rastu, ktorého je po kríze ako šafranu, je politicky najobľúbenejšou formou redukcie dlhu prekvapivá cenová inflácia. Ide o štvrtý spôsob riešenia problému príliš vysokého štátneho dlhu. Štát v tomto prípade použije svoj monopol na produkciu peňazí, v ktorých sú jeho dlhopisy emitované. Centrálnou bankou iniciovaný vznik množstva nových peňazí zvýši ceny v ekonomike do tej miery, že reálna záťaž existujúceho dlhu poklesne, keďže táto prekvapivá cenová inflácia nie je obsiahnutá v úroku. Ak štát vydával dlhopisy v čase, keď bola priemerná mzda 700 eur, potom sa jeho dlh spláca výrazne ľahšie v prostredí, kde len vďaka novým peniazom v obehu poskočili mzdy priemerného subjektu zdanenia na 1400 eur. Napriek tomu, že formálne nejde o default, z ekonomického hľadiska sa rozdiel oproti klasickému defaultu hľadá iba ťažko. V oboch prípadoch štát nedodrží svoj záväzok v plnej miere, keďže veriteľovi nevráti celú kúpnu silu, ktorú si požičal.

V poslednom scenári sa rovnako ako v prípade prekvapivej inflácie využije centrálna banka. V tomto prípade však ide o kombináciu generovania vyššej stabilnej cenovej inflácie s využitím právomocí štátneho regulátora finančného systému, ktorý donúti banky, poisťovne a dôchodkové fondy investovať úspory obyvateľstva práve do štátneho dlhu. Takáto forma „regulácie“ vytvorí umelý dopyt po štátnom dlhu a relatívny pokles nákladov na jeho refinancovanie. Zároveň zabezpečí postupné znehodnocovanie tohto dlhu v rukách obyvateľstva inflačnou daňou. Tú predstavuje negatívny reálny úrok, rozdiel medzi tempom rastu cien v ekonomike a výnosom, ktorí ľudia získajú od spomínaných finančných inštitúcií.



## Inflácia sa bude snúbiť s finančnou represiou

*„Vykašli sa na to, kto za ňu (cenovú infláciu) môže, zarad' sa a pomôž ju znížiť!  
Založ si sporiaci účet! Nakupuj štátne dlhopisy!”*

~ Strýko Sam Heslá z propagandistického plagátu amerického štátu počas druhej svetovej vojny v rámci iniciatívy proti rastu cien  
Keep Prices Down, 1945

Pri pomalom ekonomickom raste sa dá z dlhu vyrásť len ťažko. Klasické šetrenie a postupné splácanie dlhu je zas nepopulárne u politikov, ale aj u ich voličov. Default je pre politikov posledná možnosť, keďže po ňom stratia prístup na zahraničné finančné trhy a musia radikálne šetriť. Z uvedených možností riešenia vysokých štátnych dlhov preto ostáva v prípade ekonomickej stagnácie už len kombinácia posledných dvoch – zničenia časti reálnej hodnoty dlhu infláciou a inflačná daň vyberaná finančnou represiou. Keď niekto vyrába nekvalitné alebo drahé výrobky, niekedy sa snaží dopyt po nich podporiť obskúrnymi spôsobmi. Napríklad ohováraním konkurencie alebo využívaním vrodenej xenofóbnych predispozícií verejnosti volaním po národnej hrdosti a odmietnutí konkurencie zo zahraničia. Keď štát vydáva dlhopisy, ktorých hodnotu plánuje ničiť infláciou, má okrem takejto marketingovej propagandy dostupnej súkromníkom aj efektívnejšie nástroje. Vzhľadom na úlohu regulátora finančného sektora a dileru rezervných peňazí môže banky, poisťovne a dôchodkové fondy jeho dlhopisy nakupovať donútiť. Takáto finančná represia môže mať podobu nariadenia o podiele investícií domácych dôchodkových fondov v domácych štátnych dlhopisoch. Počas eurokrízy masívne investovali do domácych dlhopisov napríklad grécke alebo španielske štátne dôchodkové fondy a grécki dôchodcovia nižšími dôchodkami na dlhové riešenie štátnych fiškálnych problémov prispievajú už dnes. Štátna finančná represia sa môže zabaliť aj do pozlátka snahy o stabilitu bankového sektora, keď centrálna banka v rámci predchádzania budúcim krízam nariadi lokálnym komerčným bankám, aký podiel celkových aktív musia investovať práve do „bezrizikových“ domácych dlhopisov. Časť úspor ľudí sa zo súkromných finančných aktív, napríklad v podobe úverov podnikom, dostane do štátneho dlhu bez toho, že by si to ľudia všimli. Centrálnou bankou vyvolaná inflácia potom zabezpečí, že na úrokoch z tohto použitia úspor budú dostávať menej, než je tempo rastu cien v ekonomike. Cez negatívne reálne úroky budú popri klasických viditeľných daniach vkladatelia financovať výdavkové dobrodružstvá politickej triedy. Znižovanie štátneho dlhu infláciou z centrálnej banky je mnohokrát úspešne testované riešenie. Oblúbeným príkladom zníženia vysokého štátneho dlhu bez nutnosti defaultu je povojnová Veľká Británia. Kým po skončení druhej svetovej vojny bol verejný dlh tejto krajiny viac než 200% HPD, o 20 rokov neskôr to bolo už menej než 50%. O tento zázrak sa nepostaral ekonomický rast, ale inflácia, ktorá znehodnotila pohľadávky

veriteľov. Ich osud ilustrujú consoly, britské štátne dlhopisy s neurčenou lehotou splatnosti, ktoré sú de facto anuitami. Ich nominálna hodnota klesla medzi rokmi 1946 a 1986 zo 105 na 35 libier, pričom zároveň v tom istom období narástla cenová hladina trinásťnásobne. Ten, kto v tomto období požičiaval britskej vláde cez tento druh dlhopisu, prišiel o 97,5% reálnej hodnoty svojej istiny (ignorujúc vyplatené úroky).<sup>777</sup> Inflačnou daňou si v povojnovom období pomohli aj v USA, Austrálii alebo v Taliansku, kde priemerné ročné negatívne úroky dosahovali až takmer 5%.<sup>778</sup>

Rozvod peňazí so zlatom priniesol štyri dekády v znamení rastúceho dlhu. Celkový dlh domácností, štátov a nefinančných spoločností 18 vyspelých krajín OECD stúpol zo 160% HDP v roku 1980 na 340% HDP v roku 2012.<sup>779</sup> Je pravdepodobné, že v nasledujúcej dekáde môžeme začať narážať na limity ďalšieho zadlžovania. To spôsobí problémy najmä najväčšiemu dlžníkovi v ekonomike – štátu. Ten sa okrem svojich vysokých dlhov rozhodol po kríze garantovať aj veľkú časť dlhov finančného sektora. K tomu treba pripočítať ešte príjmami nekryté dôchodkové záväzky a často bezplatnú zdravotnú starostlivosť, ktoré nebude vedieť štát bez ďalšieho zadlžovania plniť. Nie lepkavé mzdy, ale lepkavé dôchodky robia problémy verejným financiám. V demokratickom prostredí s rastúcim zastúpením práve šedivých voličov je politicky nepredstaviteľné riešiť fiškálnu nerovnováhu nominálnym znížením dôchodkov. Infláciu, ako demokraticky priechodný zázračný liek na existujúci dlh a znehodnotenie budúcich sľubov, možno preto očakávať vo vyspelých krajinách s týmito problémami. Viac ako 90% štátneho dlhu USA má nominálnu podobu, jeho splácanie nie je upravované o mieru cenovej inflácie, a je preto ideálnym kandidátom na inflačnú redukčnú kúru. Niekoľko rokov vysokej inflácie a pozastavenia indexovania dôchodkov a sociálnych dávok urobí s dlhodobou udržateľnosťou sociálnych systémov zázraky. Napokon netreba hľadiť ani do príliš vzdialenej budúcnosti. Štáty na monetárnej inflácii masívne zarábajú už dnes. Úrokové náklady znížené manipuláciou zlých peňazí, ako aj výnosy z nákupov dlhopisov centrálnymi bankami sú pokladom pre politickú triedu. Na zničenie dlhu v horizonte pár desiatok rokov stačí omnoho nižšia inflácia, než si ľudia myslia. Už niekoľko percent nad dnešný 2-percentný cieľ centrálnych bánk výrazne uľaví dlžníkom v ekonomike. Napríklad pri 7-percentnej cenovej inflácii bude to, čo dnes stojí 100 eur, stáť za 10 rokov už 200. Stoeurový dlh bude pri nových, vyšších príjmoch bolieť o polovicu menej. Snahou politickej triedy bude preto trafiť sa do takejto miernej jednocifernéj inflácie, ktorú by ľudia nevnímali dramaticky. Problémom je, že vzhľadom na komplexnosť ekonomiky sa takéto ciele triafajú ťažko. V nestabilnom ekonomickom prostredí sa ľahko podstreľí alebo prestreľí. No ani pri prípadnej dvojcifernéj inflácii nemožno očakávať, že sa ekonomický život zastaví, ľudia vyjdú do ulíc a urobia poriadok v monetárnom systéme. Takéto predpovede podceňujú schopnosť ľudí prispôbiť sa. Zdá sa, že minimálne v rozvíjajúcich sa krajinách môže byť aj niekoľko desiatok percent vysoká cenová inflácia stále zlučiteľná s ekonomickým rastom. Ukázal to

príklad Južnej Kórey, ktorá počas jej rýchleho rastu a dobiehania vyspelých ekonomík medzi rokmi 1962 – 1980 mala priemernú ročnú cenovú infláciu 16,4%.

Ani toto riešenie nie je bez rizika. Výraznejšie prestrelenie inflačných cieľov môže priniesť neočakávané problémy v prípade, že prekvapenie odtrhne kotvu inflačných očakávaní v ekonomike. Ak ľudí nečakaná inflácia vystraší a veritelia začnú v úrokoch na úveroch defenzívne pýtať vysokú inflačnú prirážku, môže to pre vyspelé štáty utopené v dlhoch predstavovať neriešiteľný problém. Straty z predraženého refinancovania existujúcich dlhov na vystrašených trhoch môžu pohltiť celé zisky z inflačného znehodnotenia dlhu a krajiny posunúť ešte bližšie k defaultu. Neschopnosť súkromného sektora zaplatiť vysoké úroky povedie k ďalšiemu kolu defaultov a likvidácií, na ktorých riešenie už štáty nebudú mať dostatok zdrojov alebo úverovej kapacity. V prípade snahy o opätovné riešenie cez tvorbu nových zlých peňazí bude výsledkom ešte rýchlejší rast cien.

## Čakanie na infláciu

*„Lenin vraj povedal, že najlepším spôsobom, ako zničiť kapitalistický systém, je znehodnotiť menu. Postupujúcim procesom inflácie môžu vlády potajme a nerušene skonfiškovať významnú časť bohatstva svojich občanov. Touto metódou nielenže môžu konfiškovať, ale môžu konfiškovať arbitrárne. A kým mnohých tento proces ochudobní, niektorí na ňom naopak zbohatnú. Pohľad na prerozdelenie ohrozí a naštŕbí dôveru v spravodlivosť existujúceho rozdelenia bohatstva. Z tých, ktorým systém prinesie nezaslúžené a neočakávané zisky, sa stanú „zbohatlíci“, ktorí budú predmetom nenávisťi buržoázie, pretože ju inflácia ochudobní rovnako ako proletariát. Ako inflácia postupuje a reálna hodnota meny z mesiaca na mesiac divoko fluktuuje, všetky dlhodobé vzťahy medzi dlžníkmi a veriteľmi, ktoré tvoria definitívny základ kapitalizmu, sa stanú tak absolútne chaotické, že ich existencia takmer stratí zmysel a proces zabezpečovania bohatstva zdegeneruje na hazard a lotériu. Lenin mal pravdu. Neexistuje nenápadnejšia a istejšia cesta rozvrátenia základov spoločnosti ako znehodnocovanie meny. Tento proces využije na deštrukciu všetky skryté sily ekonomických zákonov spôsobom, ktorý nie je schopný diagnostikovať ani jeden človek z milióna.“*

~ John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, 1920.<sup>780</sup>

Cenovej inflácie sa nevedia dočkať makroekonómovia ani politická trieda. Ekonómovia veria, že očakávaný rast cien by znížil reálne úroky a prekonal obmedzujúci dolný limit nulovej základnej úrokovej sadzby. Úroky v ekonomike by potom mohli konečne zostúpiť do záporného suterénu, kde spí princezná plnej zamestnanosti. Investičné a spotrebiteľské libido, zobudené hrozbou straty kúpnej sily peňazí, by opäť naplno roztočili kolieska ekonomického stroja. Jeho čoraz silnejší ťah by povysával nezamestnaných z trhu práce, využil nevyužité výrobné kapacity a vrá-



til ekonomiky vyspelého sveta na pomyselnú trendovú čiaru potenciálneho rastu spred krízy. Takémuto víťazstvu ľudského umu nad trhovými zlyhaniaми sú štátni ekonómovia ochotní podriať všetko. Obavy z opätovného vzniku takej či onakej bubliny považujú pri vznešenosti konečného cieľa za neopodstatnené. Naopak, ďalšia bublina a s ňou spojené investičné nadšenie by mohli príchod inflačných zázračných efektov urýchliť, a preto v ňu mnohí potichu dúfajú. O menších výdavkoch sociálneho systému na nezamestnaných, rastúcich daňových príjmoch z nafúknutých cien aktív a scvrkávajúcim sa štátnom dlhu zas snívajú vládnci politici po treťom šampanskom v biznis triede. Infláciu majú zariadiť centrálni bankári. Tlak na nich je obrovský. Majú kľúče od tlačiarne peňazí, a tým aj veľkú moc. Ak by v roku 2009 pristáli na zemeguli mimozemšťania, ktorí by chceli vyjednávať s vodcom, asi by obišli Biely dom a išli rovno do Fedu za Benom Bernankem. Kým s rastom bohatstvom to pôjde ťažko, infláciu môžu centrálné banky vytvoriť kedykoľvek. Je to len otázka toho, ako veľmi chcú a do akej miery sú ochotní riskovať následky neštandardných opatrení. Všetky dôležité záujmové skupiny s reálnou mocou sa cenovej inflácie nevedia dočkať, preto je pravdepodobné, že ju skôr či neskôr dostaneme.

### Inflačné zlyhanie vedie k odvážnym experimentom s peniazmi

Na elixír vyššej viditeľnej cenovej inflácie stále chýbajú centrálnym bankárom správne prísady. Novovytvorených peňazí, v podobe vysokých zostatkov na rezervných účtoch komerčných bánk, už vyliali do kotla dosť, no chýba inflačný des alebo ekonomický rast, bez ktorých sa zázračná reakcia nespustí. Nové zlé peniaze zatiaľ nafúkli hlavne ceny aktív, ale ich efekty na spotrebiteľských cenách, a teda aj HDP príliš nevidno. Na rýchlejšiu oficiálnu cenovú infláciu treba trochu viac optimizmu u spotrebiteľov a vo firmách, ktoré si na spotrebu a investície naberú nové úvery, a ďalšou multiplikáciou peňazí podporia rast cien. Kým optimizmus a rast ekonomiky centrálné banky príliš ovplyvniť nevedia, druhý možný katalyzátor inflácie, v podobe inflačného desu majú naplno v rukách. Programy kvantitatívneho uvoľňovania, spočívajúce v nákupoch aktív za novovytvorené peniaze, mali sčasti fungovať práve takýmto spôsobom. Kopa nových peňazí vstupujúcich do finančného systému mala ľudí vystrašiť a obavy zo straty kúpnej sily ich peňazí mali viesť k defenzívnej spotrebe alebo investíciám. Výsledky zaostali za očakávaniami. Veľkú časť takto vytvorenej inflácie pohltili deflačné protipohyby vyplývajúce z prirodzenej snahy súkromného sektora zastaviť rast svojho dlhu alebo dokonca znížiť jeho absolútnu úroveň. Ďalším dôvodom, prečo sa pokrízovým neštandardným opatreniam nepodarilo vyvolať očakávanú infláciu, bol ich dočasný charakter. Investori vedeli, že LTRO pôžičky z ECB sa budú musieť v presne stanovenom termíne vrátiť späť do centrálnej banky. So spustením každého ďalšieho kola kvantitatívneho uvoľňovania americkým Fedom sa rovno rozbehla aj diskusia o tom, kedy tento program

americká centrálna banka ukončí, a novovytvorené doláre predajmi aktív opätovne zničí. Inflácia nových zlých peňazí tak bola vnímaná z veľkej časti ako dočasná. Trhy hľadajúce prirodzene do budúcnosti preto svojimi očakávaniami budúcej deflácie zneutralizovali efekty pokrízovej inflácie. Strašeniu infláciou neuverili a inflačný des sa trhov napriek opatrenému snaženiu centrálnych bánk zatiaľ nezmocnil. Mocní však infláciu naozaj chcú a potrebujú. Je možné, že namiesto opakovania alebo zvyšovania toho, čo už v minulosti vyskúšali, prídu s dosiaľ neotestovanými novinkami. Horúcim kandidátom je napríklad spomínané cieľovanie úrovne rastu nominálneho HDP centrálnou bankou. Takto definovaná a verejne deklarovaná ochota vytvoriť toľko nových peňazí, koľko len bude treba na plánovaný rast HDP, by mohla pomôcť odstrániť problém s dočasnou už uskutočnených inflačných pokusov. Napínavým experimentom by mohlo byť aj legendárne zhadzovanie nových zlých peňazí z vrtuľníkov. Tento praobraz monetárnej stimulácie, popísaný Miltonom Friedmanom,<sup>781</sup> sa diskutoval v ekonomických kruhoch ešte 5 rokov po vypuknutí krízy ako jeden zo spôsobov riešenia neuspokojivého rastu americkej ekonomiky.<sup>782</sup>

### V zálohe sú vrtuľníky - level majstrov monetárnej stimulácie

Hukot rotorov, pilotská helma a slnečné okuliare zakrývajúce odhodlaný pohľad Maria Draghiho. „Drop it!“ Stroho rozkáže do mikrofónu: „For the price stability!“ Netreba to brať doslovne a predstavovať si, ako vrtuľníky centrálnych bánk otvárajú zásobníky s novými eurovými bankovkami nad Aténami či nad Bratislavou. Na to, aby v každej peňaženke pribudli nové peniaze, stačí ich vytvoriť a presunúť ľuďom cez prefinancovanie deficitu verejných financií centrálnou bankou. Štát môže napríklad znížiť daň z príjmu fyzických osôb a vzniknutý výpadok vo verejných financiách zafinancuje centrálna banka zaslaním nových peňazí na účet ministerstva financií. Alebo nakupovaním dlhopisov novovzniknutého štátneho fondu na podporu nižších daní. Stačí nadvihnúť falošný záves nezávislosti centrálnej banky a otvorene pred očami verejnosti koordinovať fiškálnu a monetárnu politiku. Takýto postup má na rozdiel od počiatočných kôl kvantitatívneho uvoľňovania alebo LTRO programov výhodu v tom, že centrálna banka sa nemusí spoliehať na súčinnosť komerčných bánk pri nafukovaní peňažnej zásoby. Presun novovzniknutých peňazí rovno na účty ľudí by na rozdiel od pripisovania rezerv komerčným bankám zabezpečil automatické zväčšenie počtu peňažných jednotiek v ekonomike o rovnaké množstvo. Pri takomto druhu monetárnej stimulácie navyše netreba čakať na neurčitý a pomalý efekt bohatstva, keď rastúce ceny akcií a domov postupne zvyšujú majetok ľudí a podporujú ich spotrebu. Novovytvorené peniaze nedostanú do rúk banky, ale rovno obyčajní ľudia. Z tohto hľadiska možno monetárnu stimuláciu zhodením peňazí z vrtuľníkov považovať za menej elitársku a spravodlivejšiu, ako bolo kvantitatívne uvoľňova-

nie alebo LTRO, kde z inflačnej vlny profitovali najmä banky a bohatí finančníci. Efekt na nákupné správanie v ekonomike by mal byť po takomto lejaku peňazí okamžitý. Ľudia časť z nich minú, časť investujú a časť si nechajú v peňažných zostatkoch. Nové peniaze zvýšia spotrebiteľské ceny, inflačné očakávania a možno aj reálnu spotrebu. Určite však zvýšia nominálne HDP, čo pomôže s rigidnými cenami, dlhovým problémom a namastí ekonomické kolieska. Príde vám takýto inflačný útok vrtučníkov centrálnych bánk príliš exotický, keďže v moderných demokraciách musia predsa o fiškálnych záležitostiach rozhodovať parlamenty? Nepriame financovanie štátov funguje už dnes. Medzi rokmi 2008 a 2013 nakúpili centrálné banky vyspelých krajín dlhopisy v objeme vyššom, než bola polovica deficitov verejných financií štátov za toto obdobie. Ktovie, kde by boli úroky v prípade, že by tento investor poslednej inštalácie vstúpil do štrajku. Celkom originálny by nebol ani postup posielania peňazí priamo na účty súkromníkov. Aj to už centrálné banky v pokrízových rokoch vyskúšali. Tretiemu kolu kvantitatívneho uvoľňovania v USA sa darilo nafukovať peňažnú zásobu aj preto, lebo sa v rámci neho nakupoval aj hypotekárny dlh priamo od súkromných investorov. V rámci tejto politiky na podporu bývania, vo svojej podstate fiškálnej, Fed skúpil viac než polovicu všetkých novovytvorených hypotekárnych cenných papierov.

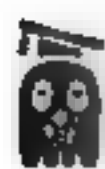
### Ukončenie neštandardných monetárnych opatrení - na počkanie a bezbolestne

*„Ak bude treba, môžeme zvýšiť úroky za 15 minút. Naozaj neexistuje problém so zvyšovaním úrokov, sprísňovaním monetárnej politiky, spomaľovaním ekonomiky, redukovaním inflácie, keď na to bude vhodný čas. Ten však teraz nie je.“ „Do akej miery veríte, že máte nad tým kontrolu?“ „Na sto percent.“* Vtedajší prezident Fedu Ben Bernanke v televíznom rozhovore 60 Minutes, 5. decembra 2010.<sup>783</sup>

Každá monetárna stimulácia má svoje riziká. Ekonomika nie je lineárny systém. Nikto nevie, ako vyzerá distribúcia jej možných výsledkov. Povedané inak, snaha o stimuláciu ekonomiky novými peniazmi pripomína skôr než stláčanie plynového pedálu v aute, štvachanie koňa ostrohami. Ak sa napriek štvachaniu do slabín odmieťa pohnúť, zvýšenie intenzity kopov môže nakoniec priniesť viac pohybu, než bolo jazdcovi milé. Ekonomickí aktéri sú v ekonomike vzájomne poprepájaní, nielen cez vzťahy, ale aj predstavy o svete, čo vedie k synchronizácii správania. Dochádza tu k mnohým pozitívnym spätným väzbám, ktoré môžu v prípade dosiahnutia hraničnej sily impulzu, na správnom mieste v spoločnosti a s dostatkom nakumulovaného potenciálu, preklopiť systém cez vrchol do nového rovnovážneho stavu. Znie to komplikovane, no všetci poznáme nepredvídateľnosť komplexných systémov z tej či onej oblasti života. Nik nevie, ktorá snehová vločka nakoniec spustí lavínu, ani ktorý nevinný priestupok manžela povedie k výbuchu nahromadeného hne-



vu manželky. Podobne ako kečup vo fľaši. Nič, nič, nič a zrazu potopa na tanieri. Podobne si predstavujem fungovanie monetárnej politiky. Inflačný kečup sa zasekol vo fľaške, odkiaľ sa ho centrálni bankári čoraz väčšími objemami nových peňazí pokúšajú vytrieskať. Po dostatočne silnom stimule hrozí namiesto vytúženej 3- až 5-percentnej cenovej inflácie inflačné prekvapenie v ekonomike. Centrálni bankári úprimne veria, že na prípadné rozšírenie inflačného požiaru sú adekvátne pripravení. Rezervné peniaze, na ktorých sa úverovaním množí peňažná zásoba, môžu z ekonomiky stiahnuť do seba rovnako, ako ich tam vpustili. Najľahšie to mala ECB s programami dlhodobých úverov komerčným bankám. Tie sa najneskôr po vopred dohodnutom období úveru domov vracali samy a automaticky, bez nutnosti rozhodnutia centrálnej banky. Fed zas v prípade potreby scvrknutie peňažnej zásoby bude namiesto nakupovania finančných aktív dlhopisy a hypotekárne cenné papiere predávať. Utížené peniaze budú automaticky zanikať a súvaha centrálnej banky sa bude adekvátne zmenšovať. Menšie množstvo rezervných peňazí v obehu bude v oboch prípadoch zvyšovať úrokové sadzby na krátkodobých vkladoch a tmiť ochotu bánk poskytovať nové úvery. Ďalším možným spôsobom znižovania veľkosti súvahy americkej centrálnej banky je nenahradzovanie držaných dlhopisov novými po vypršaní ich splatnosti.



Bude mať Fed dosť dlhopisov na zničenie nadbytočných dolárov?

*S exitom z kvantitatívneho uvoľňovania americkej centrálnej banky je spojených viacero zaujímavých praktických otázok. Ak by Fed potreboval akútne zasiahnuť proti rozbiehajúcej sa cenovej inflácii predajom štátnych dlhopisov a hypotekárnych cenných papierov, mohol by naraziť na problém, že ich nemá dostatok. Rastúce inflačné očakávania by znížili ich ceny a Fed by predával so stratou – možno výrazne lacnejšie, než dlhopisy nakupoval. Tento rozdiel medzi výdavkami na nákup a príjmami z predaja by centrálna banka nevedela predajmi aktív stiahnuť späť z obehu, čo by mohlo podľa niektorých komentátorov obmedziť jej schopnosť bojovať s cenovou infláciou. Ak by bola na sprísňovanie monetárnej politiky vôľa, potom by však nešlo o neprekonateľný problém. Fed má okrem predajov aktív k dispozícii aj iné nástroje, ktorými môže dosiahnuť rovnaký cieľ – zdražiť okamžitú likviditu pre finančný sektor. Jedným z nich je úrok, ktorý Fed začal po vypuknutí krízy vyplácať bankám za peniaze, držané na rezervných účtoch. Výrazným zvýšením tejto sadzby by mohla americká centrálna banka zvýšiť cenu krátkodobých medzibankových úverov. Tento úrok predstavuje alternatívny náklad bánk pri požícia-*

*vaní svojich rezerv na trhu. Keďže je bezrizikovým výnosom z peňazí, žiadnej banke, ktorá im ponúkne nižší úrok, tieto peniaze nepožičajú. Sadzba úrokov na rezervách by v prípade jej zvýšenia nad základnú úrokovú sadzbu prebrala jej funkciu najnižšieho úroku v ekonomike. S dočasným neutralizovaním časti rezerv by mohli pomôcť aj termínované vklady komerčných bánk vo Fede alebo reverzné repo obchody, ktoré vedia stiahnuť rezervné peniaze aj z iných ako bankových subjektov.<sup>784</sup> Túto funkciu splňali napríklad tendre termínovaných vkladov Európskej centrálnej banky pri sterilizácii programu SMP ECB. Na vyšší než trhový úrok nalákané rezervné peniaze komerčných bánk dočasne zmiznú z trhu. Dlhodobejšie stiahnutie rezervných dolárov z obehu, bez nutnosti predávať štátne dlhopisy zo súvahy, by umožnil predaj vlastných cenných papierov emitovaných samotným Fedom, napríklad v podobe zmeniek. O získanie povolenia na takúto činnosť od Kongresu sa snažila v roku 2009 vtedy ešte prezidentka sanfranciského Fedu Janet Yellen. Vtedy ešte neuspela.*



Tak vyzerá teória a existujúce plány postupu pre núdzový stav. V boxe sa hovorí, že na zápas plánovaná stratégia vydrží až po prvý úder do tváre. Podobne to môže byť aj pri pokuse centrálnych bánk o sprísnenie monetárnej politiky exitom z neštandardných opatrení. Aj tento proces má riziká, ktoré by centrálni bankári nemali prehliadať. Pri predaji štátnych dlhopisov, v snahe opätovne zničiť časť rezervných peňazí alebo zvyšovaním úrokov budú centrálné banky aktívne zvyšovať náklady na dlhovú službu štátu, v ktorom pôsobia. V prípade sprísňovania monetárnej politiky v rýchlo rastúcej ekonomike, ktorá plní štátne kasy, to nemusí byť problém. No cenová inflácia sa nemusí rozbehnúť len pre rýchly ekonomický rast. Náhly skok v spotrebných cenách po odvážnych monetárnych experimentoch môže priniesť odtrhnutie inflačných očakávaní aj v prípade slabého alebo žiadneho ekonomického rastu a vysokej nezamestnanosti. Skúsme si na chvíľu predstaviť, ako centrálna banka počas stagflácie aktívne tlačí rastom základnej úrokovej sadzby a predávaním štátnych dlhopisov vysoko zadlžený štát k defaultu. Je to síce možné, ale veľmi nepravdepodobné. Legendárny prezident Fedu Paul Volcker počas obdobia Veľkej inflácie našiel odvahu zvýšiť základný úrok v USA až na 20% v júni 1981, no americký štát mal v tom čase dlh iba 31% a nie 100% HDP ako dnes. Ťažko si predstaviť samovraha, ktorý sa svoju kariéru rozhodne pochovať nekompromisným postupom proti finančníkom, biznismenom a politickej triede naraz. Centrálna banka je len jednou z častí štátu a centrálni bankári nežijú vo vzduchoprázdne. Kľúčovým predpokladom na získanie pozície centrálného bankára nebolo jeho odhodlanie spraviť správnu vec napriek kariérnym a osobným stratám, ale schopnosť počúvať, čítať a naplňať potreby mocných.

Očakávanie, že ich hlavným cieľom bude skôr zabrániť štátnemu defaultu, aj za cenu vysokej cenovej inflácie, sa preto zdá realistické.

### **Cenová inflácia nie je čisto monetárny fenomén - zoznámte sa s fiškálnou infláciou**

Idete v aute zasneženou krajinou a do rýchlo približujúcej sa zákruty začnete natáčať volant. Auto nezareaguje. Zaleje vás studený pot. Poľadovica znížila priľnavosť pneumatík na vozovke a vozidlo pokračuje v priamočiarom pohybe. Už ho neriadite vy, kontrolu nad vozidlom smerujúcim do stromovej aleje plne prebrali fyzikálne sily. Takýto pocit si možno vyskúšajú v budúcnosti centrálni bankári niektorých vysoko zadlžených krajín. Ceny neovplyvňuje iba počet peňažných jednotiek v obehu, ale aj kvalita emitenta, ktorý ich vydáva. V časoch, keď boli peniazmi zlato a striebro, tento problém s posudzovaním kredibility emitenta peňazí neexistoval. Platilo sa kovom, v obchode teda nemusela byť tretia strana, ktorá garantovala hodnotu peňazí. Moderné, zlé peniaze už nepredstavujú hmotnosť striebra alebo inej komodity, ale sú pohľadávkou na likvidačný zostatok ich emitenta – centrálnej banky, ktorá je súčasťou štátu. Od sily ekonomiky, politickej stability, efektivity výberu daní a prevažujúcich postojov v spoločnosti závisí, ako sa štátu darí zo súkromného sektora extrahovať zdroje na svoje fungovanie a uhrádzanie záväzkov. Podobne ako pri dlhopisoch súkromnej firmy, zmeny v úspešnosti „podnikania“ štátu a vyhliadky do budúcnosti ovplyvňujú cenu jeho existujúcich záväzkov. A medzi ne patria aj peniaze. Ceny môžu preto vzrásť bez toho, že by narástlo množstvo peňazí v obehu. Zhoršená prognóza hospodárenia štátu vedie k obavám o jeho solventnosť a k nižšiemu dopytu po ním vydávaných peniazoch. Ľudia sa peňazí budú snažiť zbavovať, čo povedie k zníženiu ich kúpnej sily a relatívnej ceny voči iným statkom v ekonomike. Zaujímavým efektom<sup>785</sup> vysokej a zrýchľujúcej inflácie je oneskorenie rastu daňovo-odvodových príjmov za rastom cien, ktoré vedie k rastu reálneho deficitu verejných financií. Kým ceny štátom nakupovaných tovarov a služieb narastú okamžite, infláciou zvýšené príjmy z daní a najmä odvodov prichádzajú až s ročným alebo dokonca dlhším meškaním. Táto tendencia zvyšuje refinančné požiadavky štátu. Rastúci reálny deficit a náklady na obsluhu dlhu ešte viac prispievajú k politickému tlaku na ďalšie tlačenie peňazí. Ako už bolo naznačené skôr, centrálna banka sa v prípade potreby sprísňovať monetárnu politiku, kvôli prudkému rastu cien, dostane do zásadného konfliktu so záujmami vlády hospodáriacej s vysokým deficitom. Sťahovanie peňazí z obehu a s ním spojené zvyšovanie úrokov predraží dlhovú službu štátu, ktorý sa musí priebežne refinancovať na trhoch. A tu môže dôjsť k prekvapivému obratu. Ak mal štát už predtým vysoké deficity a ťažko financovateľný dlh, môže mať snaha centrálnej banky sprísniť monetárnu politiku paradoxne presne opačný efekt na ceny. Rast



cien sa môže dokonca zrýchliť. Neschopnosť alebo neochota politikov upraviť štátne výdavky tak, aby sa dostali na udržateľnú úroveň, v kombinácii s náhlým rastom úrokových výdavkov, povedie k zmene očakávaní držiteľov existujúcich štátnych dlhopisov a k poklesu ich reálnej ceny. Medzi investormi prevládne strach z toho, že ekonomika narazí na takzvaný fiškálny limit. Ide o situáciu, v ktorej už nie je možné upraviť daňové sadzby z ekonomických alebo politických dôvodov tak, aby zabezpečili dostatočný objem daňových príjmov na pokrytie všetkých okamžitých výdavkov a splatných záväzkov. Štátne dlhopisy sú kryté budúcimi primárnymi prebytkami verejných financií plus príjmami z prevádzkovania centrálnej banky. Hodnota každého dlhopisu je preto daná reálnou hodnotou budúcich platieb, ktoré budú emitentovi k dispozícii na jeho splatenie. Dnešné deficity predstavujú vždy buď zajtrajšie dane alebo zajtrajšiu infláciu. Absencia prebytkov pri náraze na fiškálny limit znamená dosiahnutie matematickej nemožnosti splácania dlhu z daní. Trh pochopí, že štátu neostáva iné východisko, než výdavky a splácanie existujúceho dlhu financovať ešte rýchlejším tvorením nových peňazí. Keďže úlohou trhu je zapracovávať odhady budúcnosti už do dnešných cien, takéto precitnutie zvýši okamžité ceny o odhadované množstvo peňažnej inflácie, potrebnej na pokrytie budúcich deficitov a splatenie či zničenie dostatočnej časti dlhu. Tak, aby sa dlh stal opäť udržateľným. Ceny začnú rásť aj napriek snahe centrálnej banky tmiť ich poklesom množstva peňazí v obehu a budú sledovať pravdepodobnosť budúceho defaultu štátu. Monetárna politika stratí kontrolu nad inflačnými očakávaniami, a tým aj nad cenami v ekonomike. Dôjde k takzvanej fiškálnej inflácii,<sup>786</sup> v ktorej fiškálna nezodpovednosť dominuje monetárnej politike. Infláciu, ktorá môže prerásť do cválajúcej alebo hyperinflácie, môže potom zastaviť už len krytie meny komoditou alebo inými aktívami. Viazanie meny však musí byť sprevádzané krokmi vo fiškálnej politike zameranými na opätovné získanie dôvery, napríklad v podobe radikálneho obmedzenia výdavkov.

### Weimarská hyperinflačná lekcia

*„Kilo zemiakov si v hyperinflácii niektorí cenili viac než rodinné striebro, kus bravčového viac než klavír. Prostitútka v rodine bola lepšia ako mŕtvola dieťaťa, krádež bola preferovaná pred vyhladovaním, teplo bolo vznešenejšie než česť, oblečenie podstatnejšie než demokracia a jedlo potrebnéjšie než sloboda,“* píše v knihe *When Money Dies*<sup>787</sup> Adam Fergusson, popisujúc hyperinfláciu vo Weimarskej republike.

Existuje viacero definícií toho, čo je vlastne hyperinflácia. Ekonómovia ako hyperinfláciu väčšinou definujú zmenu cenovej hladiny presahujúcu 50% mesačne. Podľa tejto definície by však hyperinflačnú hranicu nedosiahol ani kolaps Argentíny v roku 2001. Medzinárodné účtovné štandardy IAS sú pri definícii hyperinflácie prísnejšie. Za hyperinfláciu označujú stav, keď rast cien kumulatívne za tri roky dosiahne 100%.<sup>788</sup>

Na začiatku rýchleho rastu cien je vytvorenie množstva nových zlých peňazí centrálnou bankou. To isté množstvo statkov v ekonomike zrazu naháňa viac a viac peňazí, pričom ľudia čakajú, že budú ďalej pribúdať. Hyperinflácie sa objavili s monopolizáciou produkcie peňazí štátom a zrušením alebo ignorovaním akejkoľvek ich väzby na komoditu. Pravdepodobnosť toho, že zásoba zlata alebo striebra bude rásť dostatočne rýchlo na to, aby vyvolala hyperinfláciu, je mizivá, a žiadna súkromná mena v histórii nezažila hyperinfláciu. Naopak papierové zlé peniaze s núteným obehom končia svoju existenciu často práve hyperinflačným znehodnotením. Cesta k hyperinflácii nebýva priamočiara. Počiatky každej vysokej inflácie sú príjemné takmer pre všetkých členov spoločnosti. Ilúzia bohatstva vytvorená novými peniazmi tlačí hore ceny akcií, domov, rastie zamestnanosť a daňové príjmy štátu. Najprv rastú ceny aktív, ceny spotrebných statkov, ktoré zobudia verejnú zaostávajú. Ľudia si na začiatku mylia postupnú vlnu úprav cien v ekonomike vyvolanú rastom množstva zlých peňazí s rastom dopytu po ich výrobkoch. Podnikatelia a investori si rastúci nominálny rozdiel medzi príjmami a výdavkami pletú s reálnym ziskom a žijúc v inflačnom blude prehnane investujú či spotrebovávajú. Špekulanti dosahujú obrovské zisky, z ktorých je financovaná okázalosť a luxus. Toto obdobie môže trvať roky. Trhy, bankári a investori majú problém spoznať, že rastúce ceny nie sú prejavom prosperity, ale následkom znehodnotenia peňazí. Aj na začiatku weimarskej hyperinflácie medzi rokmi 1920 – 1921 boli ceny pozoruhodne stabilné. Napriek besniacej peňažnej inflácii, v rámci ktorej centrálna banka za tieto dva roky zvýšila množstvo peňazí v obehu o 100%, človek v bežnom živote rast cien takmer neregistroval. Nemecká ekonomika bola vtedy považovaná za jednu z najzdravších povojnových ekonomík a marka bola stále jednou z najsilnejších mien na svete. Vysoké verejné výdavky spôsobené povojnovým stavom a najmä povojnové repatriačné platby Francúzom predstavovali pre nemecké verejné financie obrovskú záťaž. Po prehratej vojne bola krajina navyše medzinárodne izolovaná, neschopná požičiavať si na zahraničných trhoch. Decentralizovaný predvojnový charakter Nemecka, bez vybudovanej infraštruktúry na výber daní, viedol k tomu, že nemeckí politici mali po vojne k dispozícii iba malú daňovú bázu. To obmedzovalo množstvo peňazí, ktoré mohol štát získať zvyšovaním daňových sadzieb. Tieto faktory spoločne viedli k tomu, že si nemecká Weimarská republika vo veľkom pomáhala pri financovaní svojich výdavkov tlačením papierových mariek bez adekvátneho krytia.

### Od miernej k cválajúcej, z cválajúcej hyperinflácia

K zrýchľovaniu tempa rastu cien dochádza až po precitnutí ľudí, keď si väčšina uvedomí, že centrálna banka pomáha financovať štát inflačným podvodom. Ľudia prestanú rast cien vnímať ako prejav zvýšeného dopytu, prípadne dočasný

fenomén, po ktorom príde ich stagnácia či dokonca pokles. Majú síce stále väčšiu kopu peňazí, no napriek tomu si za ne môžu kúpiť stále menej a menej. Časti peňažných zostatkov sa pre pokles ich schopnosti prenášať hodnotu v čase a priestore snažia zbaviť. Keďže spoločnosť sa ako celok peňazí zbaviť nemôže, znížený dopyt po peniazoch sa prejaví ako ešte rýchlejšia rast cien ostatných statkov vyjadrených v peniazoch. Ceny výraznejšie poskočia, a ak na takýto vývoj nezareaguje centrálna banka sprísnením monetárnej politiky, tempo cenovej inflácie môže presiahnuť 10% ročne. Ani takýto vývoj však ešte neznamená nutnosť príchodu hyperinflácie. Na to, aby sa kúpna sila meny začala strácať hyperinflačným tempom, je potrebné, aby u ľudí došlo k zásadnej zmene vnímania samotných peňazí. Musí padnúť istá psychologická hranica, kde už nejde o zníženie dopytu z hľadiska zhoršenej kvality, ale o úplné zmiznutie dôvery v ich stabilitu. Narazením na fiškálny limit alebo ovládnutím centrálnej banky nejakou záujmovou skupinou v štáte. Bublina ničím nekrytých papierových peňazí praskne a ľudia sa ich začnú hromadne zbavovať. Peňažnú službu, teda schopnosť rozložiť výmenu v čase, ktorú im dovtedy zabezpečovali peniaze, začnú hľadať v iných dovtedy nepeňažných statkoch alebo aktívach. Rôzne statky dennej spotreby, vzácne kovy, akcie alebo iný reálny kapitál začnú v ekonomike slúžiť namiesto peňazí. Rastu cien okrem znehodnotenia peňazí prispievajú aj faktory na strane ponuky. Infláciou rozvrátená ekonomika nedokáže vyprodukovať dostatočné množstvo tovarov a služieb na uspokojenie potrieb ľudí. Klesá produkcia a v ekonomike vzniká nedostatok základných tovarov služieb. Vystrašení ľudia sa peňazí snažia zbaviť okamžite, ako ich získajú v podobe príjmu. Počas hyperinflačných období ľudia nešli s výplatom domov, ale rovno do obchodov a snažili sa kúpiť čokoľvek, čo ešte ostalo na pulte. Počet transakcií s jednou existujúcou peňažnou jednotkou rádo narastie, čo mnohonásobne zväčší efekt už existujúcich peňazí na rast cien. Práve rastúci počet peňažných transakcií s jednou peňažnou jednotkou je dôvodom, prečo ceny v posledných fázach hyperinflácie už nemusia reagovať ani na spomalenie rastu peňažnej zásoby či jej pokles po intervencii centrálnej banky. Ide o samoposilňujúcu tendenciu. V nej efekt, v podobe rýchlejšie rastúcich cien, posilňuje cez vnímanie a očakávania ľudí príčinu, v podobe klesajúceho dopytu po peniazoch. Systém padá do najbližšej možnej rovnováhy so stratou akejkoľvek hodnoty peňazí. Hyperinflácia s následným kolapsom meny je ekonomickou katastrofou, ktorá vedie k mnohým ľudským tragédiám. Náhla strata celoživotných úspor, platy či dôchodky nestíhajúce za infláciou a narušená produkcia privedú množstvo ľudí do chudoby. Zmrazenie ekonomiky, z ktorej sa vytratila dôvera a ktorej chýba kvalitný prostriedok výmeny, vedie k obrovským ekonomickým stratám. Negatívne efekty vysokej inflácie môže trh, ktorý sa takto snaží riešiť zlyhanie štátneho monopolu, čiastočne tlmiť paralelným zavedením zahraničnej meny do šedej ekonomiky. V rámci tohto procesu dochádza k dolarizácii krajiny, niektoré postkomunistické európske ekonomiky zas v rámci inflačnej sebaobrany použijú



vali nemeckú marku. Ak je útek do iných peňazí alebo vzácných kovov efektívne obmedzovaný prísnyimi trestami štátnej moci, dochádza k ekonomickej katastrofe. Ekonomia je intervenciami politickej triedy donútená k neefektívnemu barterovému obchodu s následným kolapsom deľby práce a rozpadom zložitých ekonomických vzťahov. Tie sú možné len za existencie strednodobej stability používaného platidla.

### Hyperinflácia nie je nezvratný osud, ale politické rozhodnutie

Napriek samoposilňujúcim tendenciám v procese hyperinflácie nejde ani tu o povestnú smrteľnú špirálu s dopredu jasným koncom. Vysokú infláciu a dokonca aj hyperinfláciu je možné zastaviť krokmi monopolného producenta peňazí v spolupráci so štátom. V prípade ochoty a skutočného odhodlania majú k tomu dostatok nástrojov. Problémom je, že niekedy sú takéto kroky podmienené vyrovnaním rozpočtu z dôvodu potreby reštrukturalizácie existujúceho dlhu, ktorému sa snaží politická trieda vyhnúť aj za cenu vysokej inflácie. Ide to napríklad už spomínaným Volckerovským zvýšením nominálnych úrokov vysoko nad očakávanú mieru inflácie, ktoré povedie k vyšším reálnym úrokom v ekonomike, ktoré obmedzujú tvorbu peňazí v bankovom systéme a motivujú k obmedzeniu spotreby. Centrálna banka môže predajom aktív zo svojej súvahy ničiť rezervné peniaze, na ktorých prebieha úverová multiplikácia peňazí. Hyperinfláciu v Bielorusku sa podarilo stlmiť kombináciou o niečo menej expanzívnej monetárnej politiky, obmedzením verejných výdavkov a najmä dotáciami a úvermi z Ruska a Číny. Transfery zo zahraničia zmiernili tlak na refinancovanie krajiny a opäť ju vzdialili od fiškálneho limitu. 100-percentné tempo rastu cien z roku 2011 spomalilo na 20% o rok neskôr. Schopnosť štátu zastaviť hyperinfláciu aj v jej neskorých štádiách ilustrovalo rýchle zastavenie rastu cien v novembri 1923 vo Weimarskej republike. Štát stratil kontrolu nad príliš nezávislým prezidentom centrálnej Reichsbank Rudolphom von Havensteinom, preto založil novú inštitúciu Rentenbank. Tá začala produkovať novú oficiálnu paralelnú menu rentenmark. Nová marka už bola krytá nehnuteľnosťami, ktorých hodnota bola definovaná v zlate.<sup>789</sup> Paralelne kolujúca, stará, ničím nekrytá papierová marka ďalej strácala na kúpnej sile. K obratu došlo až po tom, ako Reichsbank po infarkte Havensteina konečne radikálne zvýšila úroky, za ktoré požičiavala finančnému sektoru. Práve možnosť krytia štátnej meny štátnym majetkom, zahraničnou menou alebo komoditou z existujúcich rezerv predstavuje zázračný nástroj štátu na boj s akokoľvek rozbehnutou hyperinfláciou. Voľná zameniteľnosť štátnych peňazí za aktívum s trhovou hodnotu zabezpečí, že vďaka existencii možnej arbitráže neklesne cena meny pod trhovú cenu jej krytia. V prípade existencie akéhokoľvek štátneho majetku alebo potenciálneho toku budúcich reálnych príjmov štátu, je pokles ceny

jednej peňažnej jednotky až na nulu výsledkom politického rozhodnutia ku krytiu meny nepristúpiť.

## Hrozí hyperinflácia?

Neštandardné monetárne opatrenia a šokujúci nárast rezervných peňazí vo vyspelých ekonomikách prepálil monetárne poistky u niektorých komentátorov a spustil hyperinflačný alarm. Napriek tomu, že pravdepodobnosť vysokej inflácie vo vyspelých krajinách vďaka tlačeniu peňazí a fiškálnym problémom vyspelých demokracií s krízou výrazne vzrástla, šanca, že eurozóna alebo USA zažije hyperinfláciu v nasledujúcich rokoch, je stále veľmi nízka. Na to, aby sa z eurových alebo dolárových bankoviek stal lacný tapetovací materiál, treba úplný kolaps meny a dlhodobú neochotu politickej triedy peniaze zachraňovať. Hyperinfláciu vytvorili historicky skôr menšie štáty, s rozvrátenou, nefungujúcou ekonomikou. Tieto krajiny boli politicky a kapitálovo izolované, často po prehratej vojne alebo na čele s diktátorom. Izolácia znamenala nedostupnosť transferov zdrojov v podobe premostovacích úverov, ktoré by mohli tieto štáty dostať z dosahu fiškálneho limitu. Na zastavenie aj rýchlo rozbehnutej inflácie môže štát pri troche vôle použiť štátny majetok alebo aspoň základné úspory vo verejných výdavkoch. V extrémnom prípade rozbiehajúcej sa cenovej inflácie v Amerike alebo Európe majú tamojšie centrálné banky k dispozícii množstvo rezerv, ktoré by mohli použiť na obranu ich mien pred pádom na nulu. Fed má vďaka Rooseveltovmu vyvlastneniu občanov v trezoroch 8 133 ton zlata, ktorého krytie môže centrálna banka v prípade potreby využiť. Bundesbank má 3 400 ton, francúzska a talianska centrálna banka dokopy 4 900 ton zlata, s ktorými sa dá zastaviť rozbiehajúca sa nedôvera v ich meny. Rast cien by rýchlo zastavilo oficiálne vyhlásenie, že po novom je každý dolár krytý treťou gramu zlata a platí voľná zameniteľnosť peňazí za túto komoditu. Možnosť výmeny dolárov za zlato by opäť nadviazalo ceny ostatných statkov na trhovú cenu zlata a obmedzilo novú produkciu dolárov. Ak by štát pokračoval ďalej v inflácii, klesajúca cena papierového dolára by vytvárala možnosť bezrizikovej arbitráže. Obchodníci by skupovali doláre a menili ich za fyzické zlato, ktoré by následne za vyššiu trhovú cenu predávali. Takýto reflux inflačných dolárov a únik komoditných rezerv by v prípade dodržania sľubu voľnej zameniteľnosti veľmi rýchlo zastavil produkciu nových peňazí. Na to, aby peniaze krajiny dospeli do hyperinflačného stavu, treba veľa inflačného zneužívania a extrémnej politickej nezodpovednosti trvajúcej dlhé roky. Čím väčšia mena, tým viac humpľovania vydrží, než sa začne rúcať. Skôr než hyperinfláciu je preto možné vo vyspelých ekonomikách čakať inflačné prekvapenia a obdobia s vyššou cenovou infláciou. Cenový skok môže prísť po prehnannej reakcii centrálnych bánk vystrašených cenovou defláciou. Aj v Argentíne prišla posledná vysoká 41-percentná cenová inflácia v roku 2002, ihneď po

období cenovej a peňažnej deflácie, keď spotrebiteľské ceny klesli o 1,5% a peňažná zásoba medziročne klesla o 13%. V čase, keď ekonómovia hovoria s vážnou tvárou o zhadzovaní nových peňazí z vrtuľníkov a politici predĺžených krajín odmietajú robiť i malé škrtý vo výdavkoch štátov, treba počítať aj s takýmto scenárom.

### Od zajtra už s podporou ekonomiky infláciou prestaneme!

Do sprísňovania monetárnej politiky sa centrálnym bankám ani 7 rokov po oficiálnom konci Veľkej recesie stále nechcelo. Dokonca ani v USA, kde sa hovorilo o prekonaní krízy, odolnom finančnom sektore a návrate v počte nezamestnaných na predkrízové úrovne. Nová prezidentka Fedu Janet Yellen sama neverila verejne prezentovanému príbehu úspešného prekonania krízových problémov monetárnou a fiškálnou politikou. Nízka miera zamestnanosti obyvateľstva v ekonomicky aktívnom veku a množstvo opäť pracujúcich dôchodcov ukazovali, že v ekonomike stále nie je všetko v poriadku. Už len zastavenie nákupov dlhopisov v rámci tretieho kola kvantitatívneho uvoľňovania, nieto ešte ozajstné sprísňovanie monetárnej politiky, vyvolávalo obavy na trhoch. Spomienky na to, čo sa stalo naposledy, keď centrálni bankári začali s postupným odpájaním ekonomického pacienta z infúzie zlých peňazí v roku 2004, boli ešte príliš živé. Na dlhu vystavaná ilúzia prosperity sa s postupným zvyšovaním úrokov začala rúcať a hlavných strojcov tejto ekonomickej potemkinovskej dediny – banky – to takmer zabilo. Do akej miery ekonomika rástla po kríze zdravo, a akú časť možno pripísať stimulácii zlými peniazmi, zistíme, až keď centrálni bankári opäť nazbierajú dostatok odvahy začať so znižovaním účinnej látky. To, že ekonomiky rastú zdravo a štátny dlh vo vyspelom svete je udržateľný, uverím, až keď im zoberieme monetárne barly. Skôr je možné očakávať, že ďalšia kríza vyvolaná rastúcimi úrokmi bude ešte horšia ako tá posledná. Tak ako Veľká recesia bola horšia ako recesia po prasknutí bubliny v akciách. Celkový dlh je vyšší ako naposledy. Pre historicky extrémne vysoké zadlženie sú vyspelé ekonomiky citlivé už aj na malý rast úrokov, a nieto ich niekoľkonásobný skok, ktorý by nastal už len návratom k historickým priemerom. Príliš veľké banky na to, aby padli, sú ešte väčšie a koncentrovanejšie. Mnohé z nich sa zmenili na gigantické zombiovské kolosy, ktoré žijú len vďaka požieraniu hodnôt zo zvyšku ekonomiky. Len sa pasú na rente nakúpených štátnych dlhopisov, ktoré získali na lacný úver z centrálnej banky.<sup>790</sup> Postupným nafukovaním bublín novými peniazmi pustenými do systému sa v ekonomike balzamuje chybná alokácia kapitálu, dotuje finančná špekulácia a rastie dlh. Ďalšia inflácia ochudobňuje tvorcov hodnôt v ekonomike a prerozdeľuje bohatstvo smerom od chudobných k bohatým vlastníkom finančných aktív. Okráda sporiteľov a znižuje motiváciu udržiavať kapitálovú bázu v spoločnosti. Inflácia redukuje informačnú hodnotu trhových cien a bráni efektívnej koordinácii v ekonomike potrebnej na produkciu bohatstva. Opäť sa hromadia mylné investície, ktoré



raz bude nutné likvidovať. Rastúca neistota ohľadom cien, úrokov a daní znižuje investičné libido podnikateľov a investorov. S voľnými zdrojmi sa často neproduktívne špekuluje v kasíne akciových, komoditných a kapitálových trhov, ktoré sú novými peniazmi nafukované. Výsledkom je strata bohatstva z deformovania produkčnej štruktúry, mylnej spotreby kapitálu a dlhodobo nižší ekonomický rast. Tohto nepriaznivého scenára, vyplývajúceho z dlhodobého liečenia ekonomiky a štátov infláciou peňazí, by sa mali ľudia obávať skôr než nepravdepodobnej hyperinflácie.

## Prežije euro?

*„Menová únia a euro sú obrovským úspechom,“* konštatuje v roku 2008 350-stránková analýza Európskej komisie hodnotiaca fungovanie menovej únie pri príležitosti 10. narodenín. *„Eurozóna sa stala pilierom stability Európy a svetovej ekonomiky.“*<sup>791</sup> O päť rokov neskôr sa svet obával, či sa euro nerozpadne a nezrúti sa pritom globálny finančný systém.

### Optimistický scenár - iba jedna stratená dekáda

Keď som na začiatku finančnej krízy hovoril o viac rokov trvajúcich ekonomických problémoch, bol som považovaný za katastrofistu. Reálne HDP na hlavu bolo v roku 2014 ešte stále nižšie než v roku 2007. Predpovedať v eurozóne stratenú dekádu už dnes nie je radikálnou predikciou, ale konštatovaním zrejmeho. Niektoré krajiny eurozóny ju majú za sebou už dnes. Portugalsko malo medzi rokmi 2004 - 2013 reálny rast -0,5% HDP a Taliansko -2% HDP. Grécko po eurových hodoch postihla rovno ekonomická depresia. Hrubý domáci produkt bol v roku 2013 až o 10,7% nižší než pred desiatimi rokmi. Len jedna stratená dekáda sa momentálne zdá pre viaceré európske krajiny nepodložené optimistickým scenárom. Euroexperiment vyšiel draho. *„Povedať, že náklady fungovania Eurosystému sú vysoké, je príliš zdržanlivým vyjadrením,“* píše nemecký ekonóm Philipp Bagus.<sup>792</sup> *„Patrí medzi ne inflačný, samozničujúci finančný systém predstavujúci strelu do vlastnej nohy pre vlády, rastúce sociálne systémy, pokles konkurencieschopnosti, záchrany z verejných financií, dotácie, transfery, morálny hazard, konflikty medzi národmi, centralizáciu, a vo všeobecnosti stratu slobôd. Tieto náklady navyše rastú zo dňa na deň.“* Euro umožnilo európskym politikom, ale najmä vládám v periférnych krajinách *„udržiavať nekonkurencieschopné štruktúry, ako napríklad neflexibilný trh práce, gigantické sociálne systémy a obrovský verejný sektor, čím spôsobilo prehnané zadlženie a chýbajúcu konkurencieschopnosť. Pri výpočte dosahov eura netreba zabúdať ani na*

*budúce efekty. Krízou naštartovaný trend intenzívnejšej centralizácie moci zvýši už dnes v Európe rozsiahle centrálné plánovanie a jeho negatívne dosahy na bohatstvo starého kontinentu.“ I keď to v porovnaní s USA nie je príliš viditeľné, trhový imunitný systém stále funguje aj v Európe. Robí to, čo mu hospodárska politika a množstvo regulácií dovoľia. Napriek snahe balzamovať predchádzajúci, pred bublinový stav množstvom nových eur, dochádza v eurozóne k postupným ozdravným procesom v jednotlivých ekonomikách. Údajne rigidné mzdy v krajinách periférie rýchlo padali, naopak v krajinách jadra mierne rástli. Trh odstraňuje najväčšie nerovnováhy vzniknuté stimuláciou novými peniazmi a problematické krajiny, ktorým kríza zrazu priškrtila prítok kapitálu, postupne opäť získavajú stratenú konkurencieschopnosť. Problémom je, že pomaly. Znižovanie deficitov verejných financií sa dialo najmä zvyšovaním daní, čo je v rozpore nielen s rakúskou, ale i s keynesiánskou či s neoklasickou paradigmatou. Vo výdavkoch štátov sa šetrilo s výnimkou pár krajín opatrne. Relatívna veľkosť štátu sa v pokrízových rokoch napriek mýtu o radikálnom šetrení v Európe ešte zväčšila. Podiel verejných výdavkov na hrubom domácom produkte eurozóny narástol z 44,8% v roku 2010 na 46,8% v roku 2013. Centrálna banka dala politikom dostatok času, aby nemuseli razantne reformovať a zlepšovať podnikateľské prostredie. Odkladanie realizácie strát v bankovom systéme a udržiavanie nesolventných bankových kolosov pri živote obmedzovalo sprostredkovanie úspor v ekonomike a smerovalo kapitál do neproduktívneho použitia štátmi. Ochotu investovať tlmila obrovská neistota týkajúca sa toho, ako nakoniec dopadne experiment integrácie z donútenia, ktorý je v príkrom rozpore s verejnou mienkou v Európe.*



### Nečakané pozitíva eura – euro ako kvázi zlatý štandard

*Keď politici narýchlo spustili projekt eura, mnohí z nich ani netušili, čo to na seba uplietli. Vládami obľúbená keynesiánska stimulácia ekonomiky v recesii novými peniazmi z centrálnej banky je s eurom ťažšia. Národné vlády stratili priamy vplyv na centrálnu banku. Keď chcú ECB dotlačiť k tlačeniu, musia sa na tom prinajmenej väčšie krajiny dohodnúť. Takéto usporiadanie, ktoré znížilo kontrolu časti politickej triedy nad peniazmi, preto v niektorých črtách pripomína zlatý štandard.<sup>793</sup> Nemecký odpor k riešeniu fiškálnych a ekonomických problémov novými peniazmi viedol k tomu, že Európska centrálna banka patrila v rokoch po vypuknutí krízy k politicky nezávislejším,<sup>794</sup> a tým aj konzervatívnejším centrálnym bankám vyspelého sveta. Na rozdiel od USA alebo Spojeného kráľovstva, kde existuje iba jedno tlačidlo PRINT a jeden mocenský prst, ktorý ho obsluhu-*

je, mocných v eurozóne je hneď niekoľko a často majú protichodné motivácie. Výslednica politických síl Nemecka, Francúzska, Talianska či Holandska je potom slabšia ako v prípade USA, kde na Fed tlačí jediný, pomerne synchronizovaný záujem americkej administratívy a finančného sektora. Keďže európske krajiny po prepade do recesie nemôžu podľa ľubovôle tlačiť, musia viac reformovať a konsolidovať. Zlepšiť konkurencieschopnosť krajiny už nemožno iba podvodom na všetkých zamestnancoch znížením ich reálnych miezd infláciou, ale je potrebné vrátiť sa k poctivému, viditeľnému nominálnemu poklesu miezd v sektoroch, ktoré sa odtrhli od ekonomickej reality. Vlády zasa nemôžu deficit verejných financií vykryť vytlačením nových peňazí, ale musia minimálne zmrazovať, ak nie šetriť vo výdavkoch, zvyšovať dane alebo potupne žiadať o pôžičky ostatné krajiny. Na úvery sú však zvyčajne napojené podmienky, napríklad v podobe zmien v daňovom systéme alebo liberalizácie trhu práce, ktoré predstavujú stratu časti suverenity. Namiesto klasickej externej devalvácie cez znehodnotenie domácej meny, ku ktorej európske štáty v minulosti často siahali, sú krajiny dnes jednotnou menou tlačené skôr do internej (fiškálnej) devalvácie. To sa prejavuje poklesom nominálnych miezd, spotreby súkromného či verejného sektora. Výsledkom je lacnejší export a menej importu, čo vedie k zníženiu deficitov obchodnej bilancie krajín. Tie sa v prípade problematických krajín eurozóny po vypuknutí eurokrízy doslova prepadli a v priebehu iba niekoľkých rokov sa dostali do prebytku. Napríklad v Španielsku sa bežný účet platobnej bilancie dostal z -10% v roku 2009 na +0,8% HDP v roku 2013, v Grécku z -14,9% v roku 2010 na +0,7% HDP v roku 2013.

Tento v Európe nezvyčajný tlak na úsporné opatrenia a štrukturálne reformy považujú niektorí ekonómovia za zásadné pozitívum zavedenia spoločnej meny. Podľa španielskeho ekonóma Jesusa De Sota by sme v prípade pokračujúcej existencie národných mien dnes v Európe neboli svedkami toľkých reforiem a konsolidačných opatrení, ale ekonomické problémy by sa riešili tak ako kedysi, hlavne infláciou domácich zlých peňazí. Spolu s odstránením ekonomických nákladov spojených s nezmyselným menovým nacionalizmom a rušivým vplyvom plávajúcich kurzov na ekonomickú aktivitu to podľa neho robí z eura lepšiu alternatívu, ako by bolo zotrvanie pri pôvodných národných menách.<sup>795</sup> S prirovnaním eura k zlatému štandardu možno súhlasiť, no až po vypuknutí finančnej krízy. Vďaka nastaveniu fungovania menovej únie a politike ECB mohli pred krízou jednotlivé vlády samy zväčšovať peňažnú zásobu rozhodnutím vydať nové dlhopisy, ktoré komerčné banky ochotne nakupovali za novovytvorené peniaze.



*V zlatom štandarde, ktorý by dodržiaval krytie peňazí zlatými rezervami, by takýto neobmedzený rast peňažnej zásoby možný nebol. Krajiny mohli vďaka euru takmer dekádu beztrestne kumulovať deficity bežného účtu platobnej bilancie a verejných financií zároveň. Euro umožnilo nafúknutie obrovských bublín naprieč celou Európou. Spoločná mena vytvorila prostredie pre vyvolanie takých hlbokých nerovnováh a nákladných chýb, ktoré sú v prípade pokračujúcej existencie národných mien a individuálnych monetárnych politík len ťažko predstaviteľné. Až s príchodom finančnej krízy, keď investori začali opäť rozlišovať medzi rizikovosťou dlhopisov jednotlivých členských krajín, zobrali trhy národným vládam z rúk možnosť pomôcť si pri financovaní deficitov spoločnými tlačiarňami peňazí. Tlak dlhopisových trhov však národné štáty nevydržali a svoj vplyv na centrálnu banku sa nakoniec dôležitým hráčom v eurozóne podarilo koordinovať. ECB v obave o prežitie eura opäť preniesla ťarchu štátnych dlhov na seba. Vplyv dlhopisových trhov na reformy a orezávanie veľkosti štátu na dlhodobu udržateľnú úroveň sa vďaka krokom centrálnej banky radikálne znížil a nahradili ho patetické apely prezidenta ECB smerom k zaháľajúcim politikom v národných vládach. Zlé peniaze opäť umožnili Európe šetriť a reformovať menej a neskôr, než by bolo potrebné. Vinou centrálnej banky spolupracujúcej s politikmi má preto euro k zlatému štandardu opäť pomerne ďaleko. Euro umožnilo vznik obrovského chybového cyklu. V snahe o riešenie jeho následkov spoločná mena zviazala fiškálne osudy rôznorodých európskych krajín do drámy, ktorej vyvrcholenie nie je možno predpovedať. Len ťažko si možno predstaviť, ako by zachovanie pôvodných národných mien alebo dobrovoľná implementácia tvrdého ECU niektorými krajinami viedla k takej zlej ekonomickej a politickej situácii, v akej sa Európa nachádzala po kríze.*

---

## Achillova päta európskej dlhovej únie

Predstavte si 18 členov vašej širšej rodiny. Založíte si spoločný účet, ku ktorému vydá banka 18 kreditných kariet bez úverového limitu. Napriek samostatným životom, zamestnaniam či podnikaniu sa dohodnete, že každý jeden člen tohto spoločenstva ručí za celkový dlh rodiny v banke celým svojím majetkom. Išli by ste do takéhoto usporiadania? Myslíte si, že by ste vedeli v ňom nastaviť pravidlá tak, aby ho nezneužil bratranec startupista, ktorý je presvedčený o tom, že vymyslel nový Facebook, ani strýko alkoholik, ktorý rád točí kotúče na automatoch? Čo by s po-

kojným spolunažívaním v rámci rodiny spravil fakt, že rodinná rada, nie banka by musela zakázať dovolenku rodiny vášho brata, ktorého prepustili zo zamestnania? Ak nahradíme členov rodiny členmi eurozóny, získame približnú predstavu, o čo sa momentálne snaží eurozóna. Napriek tomu, že človeku príde takéto usporiadanie už aj v rámci rodiny príliš desivé na to, aby sa do niečoho takého pustil, európski predstavitelia veria, že sa to podarí eurozóne s osemnástimi samostatnými krajinami. A tie navyše prebytkom vzájomnej lásky nedisponujú. A na takýchto východiskách sa rozhodli postaviť stabilitu spoločnej meny. Rozhodnutie zachrániť Grécko a ostatné členské krajiny zo spoločnej peňaženky bolo obrovskou chybou, ktorá zmenila charakter menovej únie. Eurozóna sa zmenila z menovej únie fiškálne samostatných štátov s plnou zodpovednosťou za rozhodnutia vlád na združenie krajín so spoločným finančným osudom. Stalo sa tak bez vedomia európskych voličov a čo je horšie, v rozpore s ich preferenciami. Bez toho, že by existoval formálny inštitucionálny rámec, ktorý by definoval nové fungovanie únie. Transfery bohatstva medzi krajinami v podobe úverov, garancií a prísľubov sa uskutočnili bez toho, že by mali protistrany národnými parlamentmi odsúhlasené príslušné zmluvy popisujúce pozmenené práva a povinnosti jednotlivých členov v rámci nového usporiadania. Je to, ako keby niekto minul úver ešte predtým, než sa dohodne s veriteľom na podmienkach jeho splácania. Podobne, ako v iných oblastiach európskej integrácie, sa únia následne snaží realitu dosiahnuť vytváraním inštitúcií, ktoré by zastrešili to, čo sa už dávno stalo. Banková únia alebo schvaľovanie národných rozpočtov v centre majú zabezpečiť poriadok v novej domácnosti so spoločnou peňaženkou vytvorenej z núdze. No záchranné úvery a novovytvorené peniaze sa rozdávali omnoho ľahšie, ako sa od oficiálne suverénnych krajín vymáhajú príkazy šetriť alebo zdaňovať. Ani Nemecko nemá neobmedzenú úverovú linku na medzinárodných trhoch a zdroje krajín jadra sú tiež obmedzené. Pri pokračujúcom nízkom ekonomickom raste a vysokých deficitoch členských krajín sa môže spoločná európska kreditka dostať na limit prekvapivo rýchlo. *„Načo ohrozovať politickú kariéru znižovaním výdavkov záujmovým skupinám, či riskovať život znižovaním dôchodkov, keď mi prinajhoršom dá peniaze ECB alebo euroval,“* znie racionálna úvaha politika národnej vlády v novom nastavení únie. Šetriť sa bude neskôr a menej, ako by to bolo v prípade absencie spoločnej garancie. Až pri návšteve komisárov trojky. Na financovanie záchran bánk a štátov potrebuje menová únia vlastné zdroje. Aby ich získala, musí získať aj formálne právo zdaňovať v národných štátoch, a takto získané zdroje kontrolovať. Takýto druh menovej únie potrebuje čo najskôr najstí mechanizmus, akým môže efektívne zrušiť rozpočtovú suverenitu členských štátov a sčasti kontrolovať príjmy a výdavky národných vlád z Bruselu. Bez toho, že by to vyvolalo vlnu nacionalizmu a tlaky na rozpad samotnej únie.

Eurozóna sa vydala na cestu spoločného ručenia, preto nejaký model vlastného financovania musí nájsť. Inak sa euro skôr či neskôr pre morálny hazard a absenciu fiškálnych pravidiel musí rozpadnúť. Vzhľadom na stále prežívajúci nacionalizmus,

rôznorodosť európskych krajín a absenciu všeobecne akceptovanej európskej, nadnárodnej autority, sa to momentálne zdá málo pravdepodobné. Je realistický predpoklad, že nemeckí úradníci budú môcť raz zvyšovať dane Francúzom? Alebo znižovať Talianom dôchodky? Politici národných štátov majú problém zhodnúť sa na rozpočte únie, ktorý je 1% HDP únie. Je ťažké si predstaviť celoeurópsku zhodu pri kľúčových rozpočtových záležitostiach. Svätý grál fiškálnej zodpovednosti sa nepodarilo nájsť dokonca ani pri extrémnom tlaku pomedzi krízové samity. Pravidlá, ktoré mali nahradiť Pakt stability a rastu, prestali byť dôležité okamžite, ako ECB vybavila pre štáty nízke úroky. Nikdy nebol problém s nedostatkom pravidiel, ale s tým, že sa nenašla autorita, ktorá by ich dodržiavanie vedela vynucovať. Trest pre predĺženú krajinu vo finančných problémoch, v podobe peňažnej pokuty, len dokrešuje absurditu európskeho modelu. Fiškálny kompakt nestihol osláviť ani prvé narodeniny, kým v ňom definované pravidlá beztrešne porušila prvá krajina, pričom Francúzsko sa správalo, ako keby nič také ani nikdy nepodpísalo. Európska menová únia sa priznaním formálnej garancie dlhov po vypuknutí krízy stala ešte viac nestabilnou. Euro je vo svojej súčasnej podobe jednou nohou v hrobe. Bude žiť dovtedy, kým členovia menovej únie nadobro nezhumpľujú spoločnú kreditku. Či to budú tri roky alebo dvadsať rokov, bude závisieť od ekonomického rastu, ochoty reformovať a miery inflácie, ktorá sa použije na ničenie dlhov.

## Euro ako dogma

To, že euro je hlavne politický projekt, bolo spomenuté niekoľkokrát. To, že ide skutočne o dogmu, odhalila rétorika a kroky politikov po vypuknutí eurokrízy. Ani po odhalení zásadných chýb v nastavení fungovania eurozóny nedošlo ku kritickej reflexii. Euro sa považuje napriek gréckej hospodárskej depresii, španielskej bankovej katastrofe a neudržateľne rastúcemu talianskemu dlhu, za úspech. To, že v prípade európskych politických elít ide o euro-dogmatikov, ilustrovalo deklarované odhodlanie zachrániť spoločnú menu „za každú cenu“. Pre racionálneho človeka vždy existuje niečo ako privysoká cena. Ak náklady projektu presiahnu určitú úroveň, je rozumné odpísať straty zlých rozhodnutí a pohnúť sa ďalej. Ako pri iných politických rozhodnutiach, aj pri eure existuje problém externalít. „*Sme ochotní z vašich peňazí zachrániť euro za akúkoľvek cenu,*“ by mali hovoriť politici po správnosti občanom. Tí, čo o eure rozhodujú, nenesú náklady dosahov svojich rozhodnutí. Asi niet lepšieho príkladu ako obsadenie stoličky prezidenta Európskej komisie. Po skončení krízy ju získal Jean-Claude Juncker, ktorý bol kľúčovou postavou pri zrode spoločnej meny. Hovoriť európskym kariérnym politikom, ktorí sa často viac než dekádu šikovne pohybujú v dobre platených bruselských štruktúrach, že euro má vrodené chyby, je, ako keby ste im hovorili, že majú škaredé a hlúpe deti. Na eure a s ním spojenou centralizáciou moci v Európe si mnohí postavili



vlastnú politickú kariéru. Cesta späť pre nich neexistuje a priznať si chyby by bolo politickou samovraždou.

Pri riešení problémov eurozóny preto možno aj v budúcnosti čakať skôr snahu o zachovanie status quo než nové politiky zamerané na ekonomický rast a bohatstvo členov. Používanie emócií a strašenie katastrofami bude aj naďalej pracovnou metódou. Buď euro alebo rozpad Európskej únie či rovno vojna. „Eurozóna je osudovým spoločenstvom,“<sup>796</sup> povedala nemecká kancelárka Merkelová počas vrcholiacej eurokrízy. Nemecký výraz Shicksalsgemeinschaft používali pred druhou svetovou vojnou a počas nej intenzívne nemeckí národní socialisti pri svojej propagande. Pokojné rozdelenia menových únií, ako bol napríklad rozpad Československa a zánik československej koruny, ktorého výsledkom nebola vojna, ale intenzívny obchod a spolupráca bez národnostných komplexov, treba vymazať z kolektívnej pamäti, aby pre „rozumných“ ľudí neexistovala mysliteľná alternatíva.

## Druhý grécky default

Keď sa začne ozývať pokazený zub, niektorí ľudia siahnu po tabletke. Umožňuje tlmiť akútnu bolesť a oddialiť nepríjemnú, no nevyhnutnú návštevu zubára. Podobným kupovaním času boli pre predĺžené európske štáty opatrenia ECB. Otázne je, či krajiny počas kúpeného času prijmú dostatok opatrení pre ekonomický rast a znižovanie štátnych výdavkov, aby presvedčili trhy o svojej solventnosti v budúcnosti. V čase, keď ružová tabletka neštandardných opatrení a novovytvorených zlých peňazí prestane fungovať. Ďalší grécky default je na ceste.<sup>797</sup> Grécko malo aj po reštrukturalizácii súkromného dlhu v roku 2012 dlh vyše 170% HDP. Ku kolapsu nedochádza len vďaka pomoci európskych daňových poplatníkov v podobe umelo nízkych úrokov a naťahovania splatnosti dlhu. Na daniach a odvodoch však už grécky štát vedel v roku 2014 vybrať viac, než minul na výdavkoch bez započítania úrokových nákladov na štátny dlh. Táto kombinácia faktorov robí z krajiny ideálneho kandidáta na default. Následná reštrukturalizácia by odbremenila Grékov od obrovskej záťaže v podobe drahej dlhovej služby a zároveň by až tak veľa nestratili dočasným odstihnutím od zahraničných kapitálových trhov, keďže štát sa už vie na priebežnej báze financovať aj sám. Grécko má preto v rukách silný tromf pri dohodovaní podmienok splácania dlhu voči európskym inštitúciám. Ak sa aj nedočkáme priamo gréckeho defaultu, prípadne dokonca vystúpenia krajiny z menovej únie, minimálne možno čakať veľké ústupky európskych predstaviteľov, čím sa zredukuje jeho čistá súčasná hodnota. Grécko však nie je z hľadiska eurozóny vôbec tým najväčším problémom. Omnoho vážnejšie kazy v európskom chrupe predstavujú dlhy Talianska a Španielska. Španielska ekonomika je takmer 8% HDP eurozóny, čo je šesťkrát viac než Grécko. Taliansky štátny dlh je 6,5-krát väčší než ten grécky a týchto 2 000 miliárd

eur potenciálne toxických finančných aktív leží vo finančných inštitúciách nielen Európy, ale celého vyspelého sveta. Pokles úrokov na dlhoch krajín je výsledkom garancií zo strany ECB a nie poklesu štátnych dlhov alebo ich vyššej udržateľnosti vďaka lepším ekonomickým vyhliadkam. Naopak, pomer dlhu k veľkosti ekonomiky v problematických krajinách neustále rastie. Aj optimistické ekonomické prognózy očakávajú, že dlh všetkých piatich predĺžených krajín PIIIGS bude v dohľadnej budúcnosti nad 100% HDP, a to minimálne do roku 2017. Aj keby sme predpovedali úprimnú konsolidačnú snahu zo strany lokálnych politikov v nasledujúcich rokoch, krajiny budú vzhľadom na existujúci dlh extrémne citlivé na akékoľvek zhoršenie nálady na dlhopisových trhoch alebo spochybnenie existencie celoeurópskej dlhovej garancie.

### ECB drží banky nad vodou

Štáty Európskej únie v reakcii na krízu finančným inštitúciám ponúkli pomoc až vo výške 4 500 miliárd eur. Banky tak získali prísľub takmer 40% HDP únie, čo je takmer 9 000 eur na jedného obyvateľa. Politická trieda zaviazala daňových poplatníkov ku garancii viac než 10% celkových bankových aktív v Európe. Banky z tohto balíka nakoniec do roku 2010 vyčerpali 1 600 miliárd eur.<sup>798</sup> Čo sa týka objemu zdrojov, najviac sa na rekapitalizáciu a podporu problematických aktív použilo v Nemecku – až 144 miliárd eur. Nasleduje Spojené kráľovstvo 122, Španielsko 88 a Írsko 65 miliárd eur. Pre viaceré zo štátov bola pomoc finančným gigantom priveľkým sústom. Po prevzatí strát do vlastníctva daňových poplatníkov samy potrebovali pomoc. Hovorilo sa o smrteľnom prepojení osudov bánk a štátov, v ktorých sídlia. ECB úvermi komerčným bankám vytvorila prostredie, aby finančný sektor zachraňoval na oplátku svoje štáty a nakupoval ich dlhopisy. Výsledkom pomýlenej snahy za každú cenu zabrániť reštrukturalizáciám zlých dlhov je ešte väčšie prepojenie rizika štátov a bánk, ktoré v nich sídlia. Problematické štáty sa spolu s komerčnými bankami navzájom podopierajú ako dvaja opilci po ceste z krčmy. Domov má táto štvornohá obluda ešte ďaleko, príležitostí na pád neúrekom. V roku 2013 držali španielske a talianske banky až 10% svojich aktív v štátnych dlhopisoch. Tie štátny regulátor v rámci dlhoročnej vzájomnej lásky s bankovým sektorom považuje za bezrizikové. V záujme podpory dopytu po štátnom dlhu a optickom zlepšovaní stavu európskych bánk pokračuje regulátor v nebezpečnom ignorovaní veľmi hmatateľných finančných rizík dlhu európskych štátov. Vďaka pokračovaniu hry na finančné istoty sa podarilo európskym bankám medzi koncom roka 2008 a 2012 formálne zvýšiť regulátorom vykazovaný vlastný kapitál zo 7,5% na takmer 12,5%. Polovica zlepšenia spočívala v tom, že sa banky zbavili finančných aktív, ku ktorým boli rizikové váhy regulátora menej zhovievavé než k štátnym dlhopisom. Oficiálny ukazovateľ kapitálovej primeranosti zásadným

spôsobom podceňuje skutočné riziká. Netreba si ho pliesť s mierou finančnej páky. Keď sa pozrieme na vlastný kapitál podľa účtovníctva a dáme ho do pomeru k veľkosti súvah bánk, potom zistíme, že ten za rovnaké obdobie narástol iba na 5%, čo stále znamená priemernú finančnú páku 20 vo veľkých európskych bankách. Výkyv ceny štátnych dlhopisov z dôvodu opätovných obáv o udržateľnosť verejných financií niektorého zo štátov eurozóny tak môže zničiť aj zvyšky vlastného kapitálu, ktoré niektorým bankám po finančnej kríze ostali. Komerčné banky Francúzska, ktoré sa považuje za silné jadro, mali viac než 100 miliárd v španielskych a vyše 300 miliárd v talianskych dlhopisoch. Centrálna banka sa cestou podpory súkromných bánk stala dôležitým hráčom na trhu štátnych dlhopisov a svojimi ťahmi určovala, či sa problematické štáty budú vladať refinancovať.

### Deň zúčtovania - o koľko schudobnejú Európania

Všetko, čo sa kedy dostalo pomocou protikrizových opatrení a záchrany súkromných finančných inštitúcií do štátneho dlhu, raz bude musieť niekto splatiť. Buď klasickým splácaním dlhu a úrokov z daní, znehodnotením dlhu infláciou alebo defaultom a následnou reštrukturalizáciou dlhu. Pri všetkých troch spôsoboch niekto schudobnie a zaplatí cenu za chybné rozhodnutia politikov a bánk v minulosti. Deň zúčtovania skôr či neskôr príde aj v eurozóne. Politická trieda preferuje postupné ničenie dlhu infláciou zlých peňazí. V prípade, že sa niektorej z krajín podarí zablokovat' využívanie kreditky spoločnej centrálnej banky, potom nemožno vylúčiť ani reštrukturalizáciu dlhu najzadlženejších alebo najslabších členov menovej únie. Ku 100% HDP sa už blíži aj dlh stagnujúceho Francúzska, ktoré je označované za krajinu jadra. Neflexibilný trh práce a snaha riešiť ekonomické problémy vyššími daňami krajinu dlhodobo vyčerpávajú. Francúzsko nemalo prebytkový rozpočet verejných financií, odkedy sa vedú spoľahlivé záznamy o jeho hospodárení (r. 1975), a k fiškálnej zodpovednosti tamojšiu politickú triedu nedonútila ani eurokríza, nové fiškálne pravidlá v eurozóne či fiškálny kompakt. Vďaka množstvu problematickejších krajín a prostrediu nízkych úrokov to zatiaľ nemalo dosah na náklady na dlhovú službu. Koncom roka 2012 si francúzsky štát požičiaval za najnižšie úroky za posledných 270 rokov. Dlhopisové trhy sú krátkozraké a zmena nálad, prípadne pozastavenie podpory ECB môžu vývoj obrátiť opačným smerom. Periférne krajiny dlžia veľký objem peňazí práve Francúzsku, preto reštrukturalizácie dlhov PIIGS môžu nakoniec zvaliť aj toto domino. Kým reštrukturalizácia obrovského talianskeho dlhu by bola ozajstným testom stability svetového finančného systému, prípadné problémy s refinancovaním francúzskeho dlhu by mohli vzhľadom na kľúčové postavenie krajiny v integračnom procese spôsobiť nielen rozpad eura, ale aj samotnej únie. Pri predstavách, ako by to vyzeralo v prípade reštrukturalizácie dlhov európskych krajín, si netreba príliš



vymýšľať. Stačí sa pozrieť na už realizované prípadové štúdie z posledných rokov. Default a reštrukturalizácie zaplatí okrem veriteľov aj obyvateľstvo z úspor v domácej mene v bankách alebo vo verejných inštitúciách. Bankové prázdniny, keď sa ľudia a firmy nevedia dostať k svojim úsporám a žijú z pár stovák eur, ktoré im politici dovolili vybrať si z bankomatu, nie je vzdialená juhoamerická telenovela, ale cyperský a grécky príklad z praxe spoločného európskeho projektu. Následná daň uvalená na úspory pomôže financovať straty bankovo-štátneho aparátu. Svoje úspory budú musieť na umorenie strát štátov poskytnúť aj dôchodcovia. Ide o početnú vrstvu obyvateľstva, ktorá má v rozvinutých krajinách akumulovaný najväčší objem úspor. To, že sú určené na ich živobytie v čase, keď sa už nevedia spoľahnúť na vlastný príjem, štáty vo finančnej úzkosti nezaujímajú. Politici vtedy berú zdroje tam, kde sú a nie tam, kde je to sociálne citlivé. Grécke dôchodkové fondy pomáhali gréckej vláde s nákupmi gréckych štátnych dlhopisov ešte v čase, keď už bolo jasné, že dôjde k ich reštrukturalizácii.<sup>799</sup> Každý so štipkou zdravého rozumu predával, no dôchodkové fondy nakupovali. Záujmy dôchodcov museli ísť bokom. Deň zúčtovania v podobe prispôsobenia očakávaní Európanov menej veselej realite raz príde. Tento reštart vzhľadom na závislosť slovenskej ekonomiky od exportu do európskych krajín zasiahne aj Slovensko. Ďalšími kanálmi, cez ktoré sa prenesú straty aj na tunajšiu ekonomiku, budú straty pre našu spoločnú centrálnu banku, prípadná rýchlejšia cenová inflácia a odpis časti pohľadávok záchranných mechanizmov, na ktorých sa zúčastňujeme. Napriek tomu, že naše osudy sú nutne prepojené s vývojom v západnej Európe, malosť Slovenska a čerstvé spomienky na vlastné bankové a hospodárske krízy vytvárajú priestor na rýchlejšiu reakciu pri riešení následkov prípadnej ďalšej krízy. Len pred desiatimi rokmi trápila tunajšiu ekonomiku 20-percentná nezamestnanosť a Slovensko prekonalo vlastnú fiškálnu a menovú krízu. Nasledovalo radikálne utáhovanie opaskov, bolestivé a drahé ozdravenie bánk. Slovensko má na rozdiel od starých členských krajín ešte stále relatívne lacnú a flexibilnú pracovnú silu, ktorá nie je príliš zhýčkaná štedrou podporou zo strany sociálneho systému. V prípade rozumnej daňovej politiky a zlepšenia podnikateľského prostredia, relatívne oproti zvyšku Európy, môže profitovať z tlaku na znižovanie nákladov a reštrukturalizáciu produkcie firiem v západnej Európe a ich presunu do lacnejších lokalít. Postupný rast objemu exportu slovenských automobiliek do Číny alebo do Latinskej Ameriky, ktoré sa blížia objemom exportovaným do Nemecka, znižujú závislosť ekonomiky od toho, či sa Nemcom alebo Francúzom darí a v budúcnosti môžu predstavovať cennú poistku.

### Neue Deutsche Mark a návrat k medzivládnej anarchii v Európe?

*„Nemecká vina za druhú svetovú vojnu túto krajinu nezaväzuje k tomu, aby vystavila bianko šeky krajinám eurozóny, ktoré nie sú schopné reformovať svoje eko-*

nomiky," oznámil v lete 2012 jeden zo strojcov ECB Otmar Issing.<sup>800</sup> Sklamal tých, ktorí dúfali, že Nemecko zaplatí účet za krajiny, kde žije 40% populácie eurozóny. Podobné vyjadrenia podporovali úvahy, či Nemecku nedôjde trpezlivosť skôr, než mu dôjdu peniaze. Či krajina sama iniciatívne nevystúpi z eurozóny a nevytvorí si vlastnú menu. V takom scenári bolo predstaviteľné, že by sa k nej pripojilo niekoľko silnejších krajín jadra, ktorým rovnako prekážal laxnejší prístup periférnych krajín k fiškálnej zodpovednosti, a spolu by vytvorili novú nemeckú marku s monetárnou politikou zodpovedajúcou potrebám novovzniknutej menovej zóny. Hodnota eura bez Nemecka by sa pravdepodobne prepadla o desiatky percent, čo by dočasne pomohlo konkurencieschopnosti periférie a odstránilo na nejaký čas tlak na vlády v týchto krajinách na fiškálnu devalváciu. Skokovitý rast cien by nepotešil nikoho, kto by mal v eurách svoje úspory. Nemeckým, ale aj francúzskym alebo britským bankám a podnikateľom by sa síce znehodnotili pohľadávky v eurách, no možno by táto strata bola nižšia ako náklady, ktoré nakoniec zaplatia z dôvodu garantovania dlhov celej eurozóny. Z historického hľadiska by nešlo o nič nezvyčajné, za posledné storočie zažil svet 69 rozpadov menových únií.<sup>801</sup> Dvadsať rokov dozadu sme si jeden taký rozpad sami vyskúšali pri zániku československej koruny po rozdelení republiky. Očakávanie devalvácie slovenskej koruny ešte pred samotným rozdelením krajín zapríčinilo už v roku 1992 rýchly presun peňazí do českých bánk. Veľké toky korún smerom do Česka viedli k tajnej dohode a predčasnému rozdeleniu už 8. februára 1993. Od tretieho februára sa zmrazili prevody medzi krajinami a zakázal sa prevoz hotovosti cez kontrolované hranice. Nasledujúce dni sa uskutočnilo kolkovanie starých bankoviek, pričom takto označené peniaze do leta fungovali ako domáca mena. S mincami sa dalo platiť v oboch krajinách ešte niekoľko mesiacov.

To isté, čo sa spravilo s korunami, sa dá spraviť aj s eurami. Ak by niekedy došlo k rozhodnutiu politickej triedy vycúvať z projektu spoločnej meny, bude to dohodnuté tajne, pravdepodobne pred víkendom. Možno očakávať, že takýto víkend sa pretiahne o niekoľko dní alebo dokonca týždňov. Budú zavreté banky a zamedzí sa úniku kapitálu z krajín, v ktorých budú trhy predpokladať znehodnotenie tamojšej novej meny. Nové grécke euro by malo nižšiu hodnotu ako nová nemecká marka, čo by viedlo k snahe použiť čo najviac starých gréckych eur v Nemecku. Rozdielnú hodnotu eur u rôznych členoch menovej únie si už eurozóna vyskúšala pri kolapse bankového systému Cypru a následnom zdanení bankových vkladov obyvateľstva a firiem. Vďaka zrušeniu slobody pohybu cyperského kapitálu bolo jedno cyperské euro menej hodnotné ako euro nachádzajúce sa mimo finančných systémov tejto krajiny. Rozpad eura by automaticky nemusel znamenať rozpad Európskej únie. Zmluvné záväzky riadiace sa lokálnymi zákonmi by boli prepočítané na novú domácu menu, zmluvy uzatvorené podľa zahraničného práva zostanú v eurách alebo menách, v ktorých boli dohodnuté.<sup>802</sup> Poistkou proti takémuto scenáru je nákup nemeckých dlhopisov.

Nemecký odpor k využívaniu ECB na stabilizáciu situácie však počas krízy slabol a poprední predstavitelia krajiny nakoniec súhlasili aj s oznámením objemovo neobmedzenej intervencie centrálnej banky na dlhopisových trhoch členských krajín v problémoch. Či už je to vplyvom nemeckého bankového sektora, ktorý by prípadné rozdelenie bolelo najviac alebo z dôvodu pocitu historickej zodpo-



vednosti nemeckých politikov za pokračovanie integrácie za každú cenu, ústupky z nemeckých predstáv o zodpovednej monetárnej politike výrazne zredukovali pravdepodobnosť novej marky a južanského eura. Dlhové problémy v Európe sa však ešte neskončili. V prípade, že bude nutné na záchranu štátov začať tlačiť kopu nových zlých eur, môže v nemeckej verejnej diskusii opäť zarezonovať nápad vzkriesiť marku z mŕtvych.



## Amerika ako (ne)bezpečný prístav

Pri prehliadke boľáčiek vyspelých ekonomík netreba zabúdať ani na USA. Napriek tomu, že sa americká ekonomika prezentuje ako príklad úspechu krízových opatrení centrálnej banky, ekonomickí doktori sa ju boja aj 6 rokov po skončení Veľkej recesie odpojiť od monetárnej infúzie v podobe nulových úrokov. Oficiálna miera nezamestnanosti klesla k predkrízovým úrovniam, no rekordne nízky podiel zamestnaných na obyvateľstve v ekonomicky aktívnom veku a množstvo pracujúcich starobných dôchodcov naznačuje, že ani na tomto trhu práce ešte nie je všetko v poriadku. Pokrízový rast bol v rámci ekonomického oživenia prekvapivo nízky. Hrubý domáci produkt na obyvateľa narástol za 6 rokov počnúc rokom 2008 len o 1,3%. Menej regulácií, flexibilnejší trh práce a menší sociálny systém uľahčili americkej ekonomike rýchlejšiu likvidáciu mylných investícií z obdobia boomu. Povinné zdravotné poistenie, zvyšovanie minimálnej mzdy, predĺženie obdobia vyplácania dávok v nezamestnanosti a ochrana súkromných finančných inštitúcií sú však tendencie, ktoré Ameriku tlačia na cestu smerom k veľkému štátu s neovládateľnými intervencionistickými sklonmi. Napriek tomu, že Európa má na nej stále výrazný náskok, rovnaký smer zabezpečuje, že k cieľu neflexibilnej, preregulovanej ekonomiky zataženej vysokými daňami, kde bude čoraz drahšie zamestnávať, podnikať a experimentovať, majú našliapnuté aj USA. Oproti ekonomike eurozóny je Amerika stále za vodou. Americký štát nemal, tak ako niektoré európske krajiny, napriek dlhu presahujúcemu 100% HDP problém predávať svoje dlhopisy. Naopak, trhy mu ich z rúk brali ako teplé rožky. USA majú výsadné postavenie.

### USA ako matrac pre svetové úspory

V Mjanmarsku síce radi akceptujú americké doláre, no hocakú bankovku nezoberú. Odtrhnutý rožtek, popísaná strana alebo prílišné opotrebenie a protistrana akceptuje 20-dolárovku len s 10% diskontom. Všetci chcú čo najkrajšie, ideálne celkom nové americké bankovky v čo najvyššej hodnote. Čerstvé stodolárovky bez akýchkoľvek stôp používania sú najžiadanejšie. Tie hneď po transakcii putujú oddychovať do zásuviek, knižníc či trezorov, kde supľujú vkladné knižky.<sup>803</sup> Americká ekonomika je najväčšia na svete. A má najlepšie financovanú armádu. Ďalšie svetové veľmoci značne zaostávajú a na obranu míňajú násobne menej. Americký rozpočet na obranu tvorí približne 40% celosvetových výdavkov na armádu a v roku 2012 bol takmer sedemkrát vyšší ako výdavky obrovskej Číny. Ekonomická a vojenská dominancia spolu s relatívnou politickou stabilitou robí z USA ideálnu svetovú pokladničku. Americký dolár a dlhopisy sú bezpečným prístavom pre svetové úspory v časoch politicko-ekonomických búrok vo svete.<sup>804</sup> Hoci za posledných 100 rokov stratil dolár viac než 95% svojej kúpnej sily oproti hodnote spot-

rebných statkov, stále je považovaný za šampióna. Konkurenciou sú mu len horšie alternatívy v podobe zlých peňazí slabších štátov. Ak nemáte vyžehlenú košeľu, nakoniec si do práce voľky-nevoľky oblečiete tú najmenej pokrčenú. Ak žiadny veľký a stabilný štát neprodukuje kvalitné peniaze, potom musia stačiť najmenej zlé peniaze. Ak psychopatický mjanmarský diktátor pravidelne robí menové reformy, pri ktorých vyhlási neplatnosť veľkej časti existujúcich peňazí, a tak zničí veľkú časť existujúcich úspor obyvateľstva a následne zavedie denominácie nových bankoviek v násobkoch jeho šťastného čísla 9, potom tamojších obyvateľov strata hodnoty vyžehlených stodolároviek, ukrytých v stránkach obľúbenej knihy, príliš netrápi. V stodolárovkách držia svoje úspory ľudia po celom svete. Buď z dôvodu obáv z vyvlastnenia štátnym monopolom na produkciu domácej meny, alebo v snahe skryť úspory mimo oficiálneho systému. Väčšina existujúcich stodolárových bankoviek, odhadom až dve tretiny, sa nachádza mimo územia USA. Len v Argentíne bolo v roku 2006 pravdepodobne viac než 50 miliárd dolárovej hotovosti. To je viac než dvojnásobný nárast oproti roku 1990. Znamená to, že približne 6 zo 100 existujúcich dolárov v hotovosti sa nachádza niekde na území tejto krajiny.<sup>805</sup> Nie je to náhoda. Tamojšia centrálna banka obyvateľstvo dlhodobo trápí zneužívaním peňažného monopolu na financovanie štátu, výsledkom čoho je chronická cenová inflácia prekladaná bankovými prázdninami a kontrolou pohybu kapitálu. V poslednej dekáde začali stodolárovým bankovkám konkurovať eurá. Žiadaná je najmä 500-eurová bankovka, ktorá patrí k bankovkám s najvyššou hodnotou vo vyspelom svete. Vďaka nej sa čierne platby napríklad pri uplácaní politikov zmestia do 6-krát menšieho objemu ako rovnaká hodnota v dolároch. Namiesto veľkej škafule zo zimných číziem postačí obal z vína. Nejednen ruský mafián preto problémy eura prežíval a počas vrcholiacej krízy tiež nedočkavo típol, kedy sa konečne spustia záchrannárske práce ECB. Vysoko likvidné americké štátne dlhopisy a americkú menu nedopytujú len firmy a domácnosti, ale ako rezervy ich používajú aj neamerické centrálné banky. Podiel rezerv centrálnych bánk v amerických dolároch síce postupne od 70. rokov, vzhľadom na stratu väzby na zlato, klesá, no väčšinou to bolo výrazne viac ako 50%. Preto sa americký dolár hrdí titulom svetovej rezervnej meny.

### Nehorázne privilegium a najľahší export na svete

Neutíchajúci smäd po ľanovo-bavlnených bankovkách s vyobrazeniami mŕtvych amerických hrdinov otvára obrovské možnosti v podpore financovania štátu, ktorý kontroluje ich produkciu. Za zanedbateľný náklad spojený s vytlačeníím novej bankovky alebo vytvorením nového elektronického dolára môže americký štát vo svete nakupovať vzácne prírodné zdroje, prácu, reálny kapitál či finančné aktíva. Na rozdiel od malých krajín, ktorých meny nikto dlhodobo držať

nechce, sa doláre okamžite nevracajú domov a nenaťukujú tak ceny Američanom. Dolár je preto najlepším exportom na svete. Amerika nemusí mať technicky náročné, kvalitné a zároveň cenovo konkurencieschopné výrobky, stačí, že vlastní monopol na produkciu svetovej rezervnej meny. Tým, že kontrolujú produkciu amerických dolárov, disponujú USA „nehoráznym privilegiom“, ako túto pozíciu vo svetovom finančnom systéme nazval v roku 1965 francúzsky prezident Charles de Gaulle. Ochota zahraničia hromadiť nové doláre umožňuje rast cien exportovať do zahraničia. Ďalšou výhodou sú nižšie úroky na dlhu krajiny, ktorá si nehorázne privilegium svetovej rezervnej meny užíva. Vysoká likvidita robí z ich dlhopisov žiadané finančné aktívum a intenzívny dopyt znižuje náklady dlhovej služby. Krajina má závideniahodnú možnosť požičiavať si od zahraničia veľké objemy zdrojov vo svojej vlastnej mene. To na jednej strane znamená, že nemusí niesť žiadne kurzové riziko na svojich záväzkoch, ale hlavne môže znižovať ich reálnu hodnotu znehodnotením meny centrálnou bankou. Zisky z luxusného privilegia amerického dolára sú veľké. O ich kvantifikáciu sa možno pokúsiť analýzou rozdielu medzi úrokmi, ktoré USA musia platiť na svojich záväzkoch voči zahraničiu, a príjmovými úrokmi, ktoré získavajú na svojich zahraničných investíciách. Tento ukazovateľ pre USA ako celok vzrástol z približne 26 bázičných bodov v období trvania povojnového bretton-woodskeho systému až na 3,3 percentuálne body v období po roku 1973, keď úlohu svetovej rezervnej meny zlatu zobrať ničím nekrytý dolár.<sup>806</sup> Vďaka Fedu a kontrole dolárov si môžu americkí politici žiť nad pomery. Schopnosť dlhopisových trhov absorbovať nimi vytvorené deficity je zdanlivo neobmedzená. O ich rozpočtových neobmedzeniach sa môže politickej triede zvyšku sveta len snívať. To je v prípade intenzívnej bitky o kapitál v časoch vytriezenia z monetárnych ilúzií obrovská výhoda. Držitelia amerických dlhopisov dobre vedia, že v najhoršom prípade neschopnosti amerického štátu splácať svoje záväzky pomôže Fed. Doláre na splatenie ich pohľadávok jednoducho vytvorí z ničoho, čím ostatných vyvlastní, a takto získané zdroje presunie štátnym veriteľom. Deficit verejných financií vo výške 10% HDP v pokrízovom roku 2009 pri už existujúcom štátnom dlhu 80% HDP nechal dlhopisové trhy totálne chladnými a americký štát si napriek fiškálnemu rozhadzovaniu užíval rekordne nízke úroky. Trhy neznepokojila ani aktívna pomoc centrálnej banky pri podpore dopytu po amerických štátnych dlhopisoch. Fed medzi koncom roku 2010 a 2014 monetizoval v rámci programov kvantitatívneho uvoľňovania viac než 1 600 miliárd dolárov štátneho dlhu. To je 80% deficitu vytvoreného americkým štátom za rovnaké obdobie. Na sile dolára alebo na raste amerických cien sa to viditeľne neprejavilo.



## Fiškálny ateizmus

*„Spojené štáty môžu splatiť akýkoľvek svoj dlh, lebo si na to vždy môžeme vytlačiť peniaze. Pravdepodobnosť defaultu je preto nulová.“* August 2011, Alan Greenspan, exprezident Fedu, ktorý túto funkciu zastával 17 rokov, v rozhovore pre CNBC.<sup>807</sup>

Počas prvých 150 rokov sa americká republika riadila rozpočtovými pravidlami zdravých verejných financií. V podstate nasledovala presvedčenie Adama Smitha, že *„čo je prezieravé v rodine, môže byť asi ťažko bláznovstvom vo veľkom kráľovstve“*.<sup>808</sup> Amerika síce mala počas vojen a depresii deficity, no v normálnych časoch následne hospodárila s prebytkom, aby dlhy uhradila. Tento prístup sa v poslednom polstoročí zásadným spôsobom zmenil. Princíp zodpovedného hospodárenia bol nahradený funkcionalistickými financiami – *„stav rozpočtu, či už deficit, alebo prebytok, by mal vždy zodpovedať cieľu podporiť plnú zamestnanosť, nech už je definovaná akokoľvek“*.<sup>809</sup> Keynesiánska politika nahradila predchádzajúce „starosvetské fiškálne náboženstvo“ klasickej politickej ekonómie a politici získali vo výdavkoch výrazne voľnejšiu ruku.<sup>810</sup> Plnohodnotný rozlet verejných výdavkov však začal obmedzovať „barbarský prežitok“ v podobe zlatého krytia amerického dolára. Kým boli peniaze kryté zlatom, nedali sa jednoducho vymyslieť. Teda dali, ale skôr či neskôr musel ich emitent očakávať nával ľudí dožadujúcich sa neexistujúceho zlata. Túto poslednú prekážku v kontrole peňazí politickou triedou odstránilo zrušenie zlatého krytia začiatkom 70. rokov. Po uvoľnení tejto komoditnej kotvy začal objem peňazí stúpať ako odtrhnutý detský balón do nebies. Nielen v Amerike. Polstoročie zadlžovania má za sebou celý vyspelý svet. Štáty mali zrazu na všetko peniaze. Veľkosť vyspelých štátov v pomere k ich ekonomikám za posledné polstoročie prudko vzrástla. V roku 1960 boli štátne výdavky Veľkej Británie 32,2%, Francúzska 34,6% a USA len 27% HDP. V roku 2009 už politici a ich úradníci rozhodovali o výdavkoch vo výške až 47,2% vo Veľkej Británii, 56% vo Francúzku a 42,2% v USA. V Spojených štátoch amerických dokázal kapitalizmus nafúknuť veľkosť súkromného sektora od roku 1950 na pätnásobok. No v tom istom čase narástli federálne výdavky a výdavky lokálnych vlád až trinásťnásobne. USA mali za posledných 82 rokov od Veľkej hospodárskej krízy iba 14-krát prebytok verejných financií.

## Nič netrvá večne, ani celosvetová láska k americkým dolárom

*„Vďaka šiestim desaťročiam politiky neuveriteľného rozhadzovania a nezodpovednej medzigeneračnej politike dnes môžeme vyhlásiť, že Spojené štáty americké sú v bankrote,“* píše americkí ekonómovia Laurence Kotlikoff a Scott Burns.<sup>811</sup> Podľa ich výpočtov je skutočné zadlženie vypočítané ako rozdiel medzi súčasnou hodnotou budúcich výdavkov, ku ktorým sa USA zaviazalo, a budúcimi daňovými príjmami 211 000 miliárd dolárov. Na porovnanie, ročné HDP Ameriky je jedna trinástina tejto sumy.

Väčšinu týchto záväzkov vytvorili štedré politické sľuby seniorom, ktoré „z dôchodku spravili dlhodobé, výborne platené zamestnanie“. Tieto budúce záväzky sa dajú infláciou produkovanou Fedom zničiť len sčasti. Reálna táčha sociálnej dávky definovanej ako nominálna suma amerických dolárov sa síce dá znížiť, no mnohé platby z amerického sociálneho systému sú indexované o mieru rastu spotrebiteľských cien a väčšina budúcich výdavkov spočíva v poskytovaní zdravotnej starostlivosti. Reálne náklady nákupu zdravotníckych výkonov a liekov v budúcnosti neokabáti ani štátna tlačiareň. Bude ich možné znížiť len nepopulárnym obmedzovaním poskytovanej zdravotnej starostlivosti. Ďalšie možné riešenie budúcich deficitov USA je podobne nepopulárne zvyšovanie daní, ktoré zníži produktivitu ekonomiky. Na cenách amerických dlhopisov žiadne obavy investorov o platobnú schopnosť USA nevidno. Prostredie nízkych úrokov robí aj vysoké dlhy udržateľnými. Kým objem amerického štátneho dlhu narástol 15-násobne, úrokové náklady na dlhovú službu sa vďaka nízkym úrokom iba zdvojnásobili. Pri dnešnej úrovni dlhu by návrat úrokov na amerických štátnych dlhopisoch na historicky nijak nezvyčajných 6 percent<sup>812</sup> zvýšil podiel úrokových nákladov federálneho rozpočtu z 10 až na 30% celkových výdavkov.<sup>813</sup>

Keď niečo trvá niekoľko dekád, ľudia začnú mať pocit, že to je navždy. No navždy nevydržal ani komunizmus. Raz príde o výsadné postavenie svetovej rezervnej meny aj americký dolár, tak ako o to postavenie prišli v minulosti meny Španielska, Holandska, Francúzska a Veľkej Británie. K obsadeniu privilegovaného postavenia práve americkým dolárom prispelo mnoho faktorov. Ekonomická sila, relatívne nízke straty USA z druhej svetovej vojny či centrálné postavenie vtedy ešte zlatom krytého dolára v novovytvorenom finančnom povojnovom usporiadaní sveta. Tieto podmienky umožnili začiatok hegemonie amerických papierových peňazí, ktorá trvá už polstoročie. Čo sa budovalo desaťročia, to sa nemôže zmeniť v priebehu mesiacov či niekoľkých rokov. Takýto systém má zotrvačnosť. To, že niečo používajú všetci a všetci to dobre poznajú, znamená obrovský náskok aj pre horší produkt. Napriek tomu, že niekto neznáša softvér firmy Microsoft, obrovské náklady spojené s používaním alternatívneho operačného systému či textového editora vedú k tomu, že migráciu k OpenOffice a dobrodružstvo s Linuxom si mnoho ľudí dobre rozmyslí. Pritom so zaťatými zubami znesie aj vyššiu cenu a nižšiu kvalitu, ktorú si môže hegemon dovoliť. Dominancia dolára vedie okrem sieťového efektu aj k zaujímavým samoposilňujúcim tendenciám, ktoré jeho miesto na výslni pomáhajú udržať. Ako už bolo spomenuté, dolár je svetovou rezervnou menou aj preto, lebo Američania majú silnú armádu. Pritom napríklad v roku 2010 mal americký štát deficit verejných financií vo výške 1 400 miliárd dolárov, pričom výdavky na obranu predstavovali iba 1 000 miliárd dolárov. Aj vďaka pozícii svetovej rezervnej meny im celý svet tento deficit ochotne a za veľmi výhodných podmienok pomohol prefinancovať, čím veritelia v podstate uhradili aj celé výdavky na obranu a vojenské operácie USA. A posilnili tak postavenie dolára.

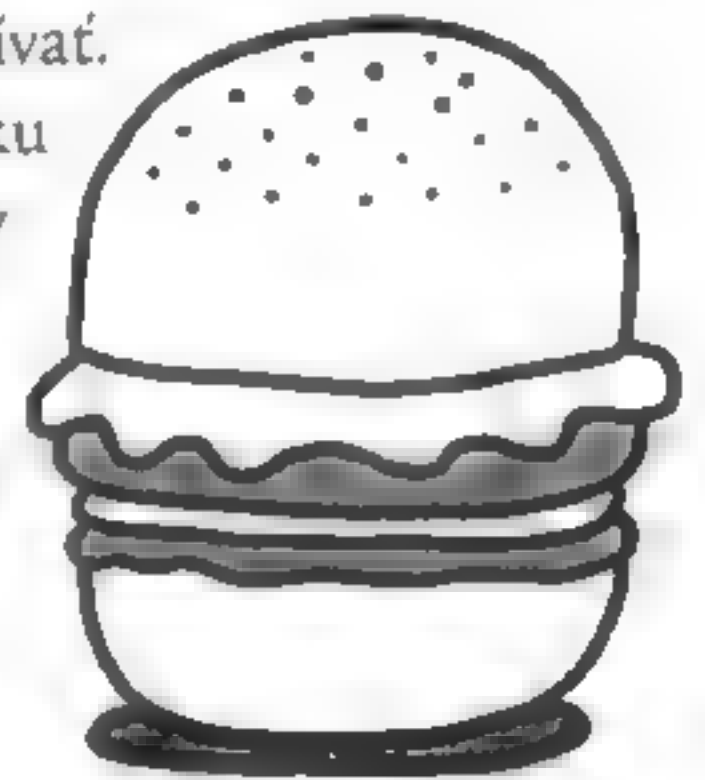
Finančná kríza a neskoršia európska dlhová kríza odhalili existujúce riziká vo vyspelom svete, čo zvýšilo dopyt po dolároch a americkom dlhu. Sanácia finančného sektora a kroky vo fiškálnej a monetárnej politike zároveň odplavili časť vlnolamov, ktoré majú tento posledný bezpečný prístav chrániť od zvyšku sveta. V pokrízových rokoch vybraté dane stačili len na pokrytie 60% verejných výdavkov, zvyšných 40% bolo financovaných na dlh. Ak bude tento trend pokračovať aj v nasledujúcich rokoch, potom sa postupne začne vytrácať presvedčenie zahraničných investorov o dlhodobej udržiateľnosti amerického dlhu. Európski politici tento signál od dlhopisových trhov už dostali, a mali aspoň do intervencie ECB niekoľko rokov pocit, že nemôžu donekonečna robiť obrovské deficity. Trhom pritlačení k múru sa pustili do nejakého šetrenia a reforiem. V USA si tento pocit fiškálnej úzkosti nepamätá celá politická generácia. Je pravdepodobné, že úroky na nízkej úrovni nevydržia navždy. Z historického hľadiska ide o extrém a návrat k dlhodobému normálu v podobe 4 – 6% by nemal byť politikmi považovaný za neopodstatnený pesimizmus, ale realistický scenár. Rast úrokov výrazne zvýši náklady na správu amerického dlhu. Nepříjemné prekvapenia môže priniesť aj experimentovanie s monetárnou politikou v snahe o stimuláciu ekonomiky vyššou cenovou infláciou a zníženie reálneho dlhu finančnou represiou. Prípadné inflačné prekvapenie bude nútiť centrálnu banku štátne dlhopisy naopak predávať a ešte viac zvyšovať náklady dlhovej služby. Fed môže byť dotlačený do voľby medzi vysokou infláciou a zvýšením reálnych úrokov. Dlhopisové trhy môžu takýmto spôsobom zobrať politikom a ich ekonómom „kľúče od tlačiarne peňazí“ a nútiť ich do šetrenia v sociálnom systéme a na starých ľuďoch.

### **Keď Fedu trhy vezmú plynový pedál**

Situácia, keď súkromné dlhopisové trhy prestávajú veriť vo fiškálnu zodpovednosť vlády a začnú ju trestať zníženým dopytom po jej dlhu, sa nazýva aj útokom dlhopisovej hliadky.<sup>814</sup> S ňou prichádzajú pre štát vážne problémy. Výrazný pokles trhovej ceny amerických dlhopisov dlhu by destabilizoval množstvo finančných inštitúcií, ktoré ich dnes držia ako bezpečné aktívum. Fungovanie svetového finančného systému ohrozil už aj výpredaj, podľa väčšiny ekonómov, nepodstatných hypotekárnych cenných papierov. Amerických štátnych dlhopisov je rádovo viac, pričom zahraničie ich drží až 6 000 miliárd dolárov. Vďaka statusu bezpečného prístavu sú rozptýlené po súvahách komerčných či tieňových bánk, poisťovní, dôchodkových fondov a firiem po celom svete. Panika by spustila tentoraz už ozajstný finančný armagedon s nepredvídateľným koncom. Príklady aj z americkej minulosti ukazujú, že dlhopisová hliadka môže prebrať kontrolu tlačiarne peňazí z rúk ekonómov v centrálnych bankách. Nie doslovne. Súkromní investori neobsadia budovy Fedu a dodávateľské tlačiarne bankoviek. Akurát na sluchy ekonomiky



priložia revolver inflačných očakávaní, v ktorom bude projektil cválajúcej inflácie. Fed sa nemusí dať vydierať, a môže hrozbu ignorovať. No potom riskuje následky v podobe vysokej cenovej inflácie a jej ekonomických nákladov. Z mandátu centrálnej banky vyplýva, že v tejto situácii by mala tlačiarne vypnúť sama, a zvýšením reálnych úrokov nadiktovaných dlhopisovou hliadkou zasiahnuť domácu ekonomiku. Takémuto vydieraniu trhmi sa naposledy ako prezident Fedu podvolil Paul Volcker. Do svojej funkcie nastúpil v auguste 1979, počas zúriaceho útoku dlhopisovej hliadky a rýchleho rastu cien v ekonomike. Zvýšením základnej úrokovej sadzby vysoko nad cenovú infláciu pomohol opätovne ukotviť inflačné očakávania a prispel k ukončeniu obdobia Veľkej inflácie v USA. Fed zvýšil základný úrok postupne až na 20% v júni 1981, a to v čase, keď cenová inflácia meraná spotrebiteľským indexom nedosahovala ani 10%. V snahe prinútiť dlhopisovú hliadku na ústup uvalil na ekonomiku reálne krátkodobé úroky vo výške 10%. To, že Fed musel robiť, čo mu diktovali trhy, a nie to, čo chceli predstavitelia domácej ekonomiky a politici, dokladá fakt, že infláciobijec Volcker sa stal takmer okamžite všeobecne nenávidenou osobou. Pre priemysel, poľnohospodárstvo a politickú triedu sa privreli kohútiky lacných úverov a prudko vzrástla nezamestnanosť. Pred Fedom organizovali protesty stavebníci či farmári na traktoroch, ktorí zrazu neboli schopní obsluhovať svoje dlhy, keďže ich nákladové úroky sa odvíjali práve od základnej sadzby. Volcker dostával výhražné listy, dokonca ho chceli zastreliť. Napriek tomu neustúpil a tlačiarne peňazí nechal odpočívať. Stabilizáciou peňažnej zásoby pomohol vyčistiť ekonomiku od nahromadených mylných investícií. Položil tak základy nasledujúcemu dlhému rastu americkej ekonomiky s obdobím nízkej nezamestnanosti, ktorí jeho nasledovníci nazvali obdobím „Veľkého umiernenia“.



## Default USA

Pre väčšinu sveta je default USA nepredstaviteľným scenárom. Oficiálne predpovede o vývoji dlhu hovoria o jeho postupnej stabilizácii a všetci dúfajú, že nekryté budúce záväzky štátu sa nejako vyriešia. Odhadom štátnych úradníkov však nemožno veriť, a nieto sa na ne spoliehať. Úrad pre rozpočet amerického Kongresu napríklad v roku 2001 predpovedal, že USA nebudú mať už v roku 2011 žiadny dlh. Naopak, podarí sa im naakumulovať prebytok vo výške 2 300 miliárd dolárov. Skutočný štátny dlh v roku 2011 dosiahol 14 800 miliárd.<sup>815</sup> Netrafili sa o viac než celoročný produkt krajiny. Ďalšia kríza podobného rozsahu, ako bola tá posledná, ekonomická depresia alebo väčší vojenský konflikt by mohli americkému štátu priniesť také náklady, že by jeho dlh prestali trhy vnímať ako definíciu bezpečnej investície. Samoposilňujúci proces hromadného exitu investorov z amerického

dlhu a dolárov by vytvoril potrebu zvyšovania úrokov centrálnou bankou a veľkých škrtov vo verejných výdavkoch. Vysoké úroky by postihli akciové trhy a opäť poslali pod vodu trh nehnuteľností, ktorý ešte dlhé roky po kríze kontrolujú štátne hypotekárne giganty Fannie Mae a Freddie Mac. Ich privatizácia neprichádza na najbližšie desaťročia do úvahy vzhľadom na stále veľké množstvo zlyhaných hypoték. Napriek masívnej podpore trhu amerických nehnuteľností zo strany centrálnej banky bolo v USA ešte v prvom štvrtroku 2013 až 25% všetkých hypoték pod vodou. Až 44% hypotekárnych dlžníkov dlžilo viac ako 80% ceny domu. Prasknutá bublina v dlhopisoch by ohrozila stabilitu finančného systému. Akurát Fed by už tentoraz nemal plnú kontrolu nad tlačiarňami a americký štát priestor na ďalšie zadlžovanie záchranou súkromných finančných inštitúcií.

### Nie, nebolo by to prvýkrát

*Rozšírené presvedčenie, že USA ešte nikdy vo svojej histórii nezažili default, nie je pravdivé. Defaultom si z vyspelých krajín neprešlo len Dánsko a bývalé britské kolónie Kanada a Austrália. V porovnaní s ostatnými vyspelými krajinami je síce Amerika, čo sa týka splácania vlastných záväzkov, naozaj vzorným dlžníkom, no niekoľko špinavých škvŕn už na svojej dlžníckej košeli má. Defaultov zažila niekoľko. V roku 1790, keď po finančne náročnej revolučnej vojne odmietla splatiť najprv svoje externé a následne aj interné záväzky. Formou defaultu bolo aj rozhodnutie prezidenta Franklina D. Roosevelta prefinancovať časť štátnych programov pod súhrnným názvom New Deal zmenou definície amerického doláru z 1/20,67 trójskej unce zlata na 1/35. V rámci týchto zmien americký štát odmietol v plnom rozsahu splatiť svoje dlhopisy vydané na financovanie nákladov spojených s prvou svetovou vojnou, takzvaný Štvrtý Liberty dlhopis. Namiesto sľúbených zlatých mincí veritelia dostali zdevalvované americké doláre, pričom výšku devalvácie štát odmietol zohľadniť vyplatením vyššej nominálnej sumy. Toto rozhodnutie znamenalo technický default. 21 miliónov domácich a zahraničných držiteľov dlhopisov stratilo 139 miliónov uncí zlata, čiže 41% hodnoty istiny dlhopisu. Dokopy mali tieto opatrenia rovnaký efekt, ako keby USA v rámci reštrukturalizácie znížili svoj dlh o 16% HDP.<sup>816</sup> Za ďalší default možno považovať aj zrušenie vymeniteľnosti dolára za zlato pre zahraničné centrálné banky prezidentom Nixonom v roku 1971.*

Na pokus o zastavenie takejto dlhovej lavíny by USA potrebovali šťastnú kombináciu druhého drsného Volckera na čele centrálnej banky a odhodlaného prezidenta. Bez politického krytia by bolestivé trhanie pokažených zubov ekonomike radikálnym zvýšením úrokov nebolo možné. „V tejto súčasnej kríze nie je vláda riešením našich problémov, vláda sama je tým problémom,“ povedal vo svojej inauguračnej reči v januári 1981 prezident Ronald Reagan.<sup>817</sup> Na základe tohto posolstva bol zvolený, a preto si mohol dovoliť držať ochrannú ruku nad Volckerom, páchajúcim nepopulárne veci. Aj keby sa počas budúceho útoku dlhopisovej hliadky taká kombinácia mocných náhodou našla, stále to môže byť pomerne ťažká bitka s nejasným koncom. Na rozdiel od starého Volckera by ten nový čelil kolabujúcemu podkapitalizovanému finančnému systému, závislému od finančnej páky. Zvyšovaním úrokov by navyše ohrozoval solventnosť štátu. Nový „Reagan“ za chrbtom nového „Volckera“ by na rozdiel od skutočného Reagana nemohol o šetrení iba rozprávať, ale radikálne škrtby by musel aj robiť. Ak sa v prípade útoku dlhopisovej hliadky takáto dvojka v USA vo funkciách nenájde, potom nemožno vylúčiť ani dnes nepredstaviteľné – default Spojených štátov amerických. Ak k tomu niekedy dôjde, bude pravdepodobne opäť zabalený do pozlátka nejakého druhu menovej reformy. Vzhľadom na veľkú časť amerického dlhu mimo hraníc krajiny nemožno vylúčiť znevýhodnenie zahraničných veriteľov či horší konverzný kurz pre doláre mimo USA.

## Pohľad za horizont prvých päťročníc

Dôvody na pomalý rast či rovno na stagnáciu, ktoré po kríze prežívali USA alebo Európa, možno hľadať aj inde než vo vyčerpaní technologického pokroku alebo v slabom agregátnom dopyte. Šesťdesiat rokov politicko-ekonomického experimentu, snahy o centrálne manažovanú trhovú ekonomiku, možno priviedlo vyspelý Západ do stavu podobného tomu, v akom sa nachádzal Sovietsky zväz a východný blok v druhej polovici 80. rokov, tesne pred jeho finálnym kolapsom.<sup>818</sup> To, že to Západu podľa očakávaní nerastie, môže byť signál, že producenti hodnôt sú zlými peniazmi, veľkým štátom a množstvom regulácií natoľko oslabení, že svojou aktivitou viac nestíhajú kompenzovať čierne pasažierstvo a koordinačné chyby. Negatívne efekty intervencií a ekonómie peňažných ilúzií v druhej polovici 20. storočia maskoval nejaký čas schumpeterský hospodársky rast z dôvodu technologického pokroku a smithovský rast z globalizáciou prehĺbeného obchodu s Áziou. Zisky z tohto rastu sa však nepoužili na opravu systému, ale na zakrytie najviditeľnejších nedostatkov systému.



## Romantický katastrofizmus – kolaps finančného systému bol príliš optimistickým scenárom

Ľudia milujú predpovedateľné príbehy, kde napriek komplikáciám a napätiu nakoniec dopadne všetko tak, ako má. Kde je jasné, kto je dobrý a kto zlý. Neistota a nejednoznačnosť väčšinu irituje. V obľúbených knihách zloduch zvyčajne nepomáha chorým rodičom a odvážny hrdina loviaci záporákov nebýva zároveň alkoholik, ktorý doma týra ženu a bije deti. Vytesňujeme nejednoznačnosť, a tým aj dynamiku, ktorá je charakteristická pre náš svet. Rozprávková interpretácia komplikovanej reality postihla aj časť obhajcov voľného trhu. Pri predpovediach toho, ako kríza dopadne, sa niektorí z nich dali uniesť svojimi túžbami a predstavami o tom, ako by svet mal fungovať. V kruhoch liberálne ladených ekonómov, ktorí kritizujú zlé peniaze a fungovanie štátom kartelizovaného finančného systému, sa rozmohla viera v nevyhnutnosť scenára, ktorý by som nazval biblickým. Podľa neho má systém smrteľné rany a rýchlo sa blíži k totálnemu kolapsu. Po zrútení bankového sektora dôjde k zamrznutiu oficiálneho platobného systému a úplnému znehodnoteniu zlých štátnych peňazí. Parazitické záujmové skupiny prídu o zdroj svojej renty a odkrytím podstaty ich podnikania aj o spoločenskú a politickú moc. Evidentné zlyhanie existujúcich politikov vyvolá zmenu celej politickej triedy. Na zemi ležiacej príležitosti sa chopia noví, nezávislí vodcovia, ktorí konečne implementujú racionálne, trhové usporiadanie produkcie peňazí maximalizujúce bohatstvo spoločnosti. To nebude zneužívané privilegovanou skupinou podnikateľov, ani politickou triedou. V skratke je to zlé, bude ešte omnoho horšie, no na konci nás čaká šťastný koniec. Rád by som uveril, ale nejde mi to. Napriek rastúcim dlhom a približovaniu sa k hranici, za ktorou trhy pochopia, že sú neudržateľné, nevidím dynamiku, ktorá by systém rýchlo a nezvratne v najbližších rokoch nevyhnutne dotlačila ku kolapsu. Tento scenár, samozrejme, nemožno vylúčiť, ale existuje stále veľa možností, ako sa mu vyhnúť. Je asi prirodzenou ľudskou vlastnosťou očakávať, že udalosti, ktoré sa dejú počas nášho života, budú prelomovými, historickými míľnikmi. Často to tak však nie je. Súdiac podľa histórie zmeny bývajú pomalé, postupné a šokové reformy sú skôr vzácne. Ani možný kolaps finančného systému by nebol automaticky garanciou, že finančný systém a peniaze po ňom nebudú ešte horšie, než sú dnes. Čo by sa dialo v následnom chaose, sa predpovedať nedá. Závisí to od toho, aká interpretácia prebiehajúcich javov v kľúčových momentoch z množstva kandidátov zvíťazí, a ako túto energiu spoločného víťazného príbehu vo verejnej mienke politická trieda použije. Zlyhanie zlých peňazí a štátom manažovaného kartelu bude súťažiť so zlyhaním kapitalizmu, nedostatkom dopytu, útokom zlých bohatých špekulantov, príjmovou nerovnosťou či židovským sprisahaním. Návrat k súkromne produkoványm, kvalitnejším peniazom, zrušenie štátnej garancie finančného sektora a rozbitie bankového kartelu sú preto len jednou z veľkého množstva pre-

staviteľných budúcich reforiem. Bohužiaľ, vôbec nie tou najpravdepodobnejšou. Prerозprávanie príbehu ako zlyhania divokého, neregulovaného trhu v kombinácii s dedičným hriechom bohatých má väčší potenciál pracovať s vrozenými predsudkami voličov a uľahčiť im identifikáciu vinníkov. Po kolapse je preto rovnako predstaviteľná ešte intenzívnejšia kontrola peňazí štátom, a tým aj záujmovými skupinami, a väčšia miera intervencií v tomto sektore. Pravdepodobnejším sa javí scenár dekád ekonomickej stagnácie, prípadne slabého rastu. Po tejto ceste vyspelý svet už niekoľko rokov kráča. Žijeme dobu centrálnych bankárov. Cenu v podobe nízkych investícií a adekvátneho poklesu životnej úrovne platíme všetci. Katastrofický scenár s kolapsom finančného sektora a nanútenými racionalizačnými zmenami v jeho fungovaní tak možno považovať za nepodložený optimizmus.

### Papierové peniaze sú tiež len bublina

To nehovorím len ja, ale ekonómovia hlavného prúdu. Ross Starr popisuje pohľad dnešnej ekonómie takto: „V súčasnosti prevažujúci prístup hodnoty peňazí s núteným obehom v literatúre, Wallace (1980), Kiyotaki a Wright (1989), Samuelson (1958) atď. je pristupovať k peniazom v modele s nekonečným horizontom ako k bubline... Existujú potom typicky viacnásobné rovnováhy, vrátane nepeňažnej rovnováhy, kde ...fiat peniaze majú nulovú hodnotu.“<sup>819</sup> To, že sa zlé peniaze môžu obchodovať nad fundamentálnou hodnotou spočívajúcou v implicitnom krytí aktívami centrálnej banky, vyplýva z existencie peňažného dopytu. Ten je postavený na presvedčení, že aj v budúcnosti sa nájde niekto, kto bude peniaze akceptovať v procese výmeny za podobných podmienok, ako ich nadobudol. Podobne fungujú bubliny v cenách aktív.<sup>820</sup> Pred krízou nekupovali Američania nehnuteľnosti preto, lebo očakávali, že príjem z nájomného zabezpečí zaujímavú návratnosť ich investície, ale preto, lebo ľahko nájdu niekoho iného, kto ten dom od nich kúpi za ešte vyššiu cenu. Cena sa tak odtrhla od príjmov aktíva a bolo postavená na vratkej a na nálady extrémne citlivej viere o raste cien v budúcnosti. Viera je kľúčová aj pri udržiavaní výmennej hodnoty zlých peňazí. Väčšina ľudí nemá ani tušenie, ako dnes produkcia peňazí funguje. To, že môžu vznikať bez obmedzenia, si nevedia predstaviť. Napriek tomu, že „vedia“, že peniaze už nie sú ničím priamo kryté, stále sú v zajatí modelu zlatého štandardu predstavou, že predsa niečím kryté musia byť. Aj vďaka tejto nepodloženej viere zlé peniaze fungujú, sú akceptované a ako-tak si udržiavajú hodnotu. Ak sa vytratí presvedčenie ľudí, že zlé peniaze budú použiteľné vo finančnom systéme v budúcnosti alebo že ich vo veľkom nezneužije štát na pokrytie svojich finančných potrieb, potom praskne aj táto bublina.

## Dolár alebo euro? Keynesovo „bankové zlato“ Bancor

Aby peniaze nestratili hodnotu v prípadnej panike, najdôležitejšie centrálné banky sveta sa budú aj naďalej snažiť koordinovať svoje kroky. Straty zahraničných bankových systémov z kolapsu jednej papierovej meny by so sebou mohli strhnúť aj tie ostatné. Centrálni bankári sú preto citliví na zlé správy od svojich kolegov zo zahraničia, a v prípade problémov si vzájomne pomáhajú, nehľadiac na hranice a straty, ktoré tým vytvoria pre domácich daňových poplatníkov. Problém koordinácie krokov centrálnych bankárov by vyriešila celosvetová papierová mena, ktorá by odstránila neprijemnosti spôsobované konkurenciou národných zlých peňazí. Znehodnotenie by už nebolo možné pozorovať na výmenných kurzoch a problémy, ktoré spôsobuje kapitál utekajúci z najhorších zlých peňazí, by prestali strašiť politikov a ich centrálnych bankárov. Utiect' by už nebolo kam. Bancor, ako toto novodobé papierové zlato pre celý svet nazval ešte Keynes, sa z času na čas objaví v oficiálnych dokumentoch Medzinárodného menového fondu ako jeden z dlhodobých cieľov vývoja celosvetového finančného systému. Chýba už len drobnosť. Tak ako euru chýba fungujúca európska vláda, chýba bancoru fungujúca svetovláda. Ktovie, možno to raz úradníci, rovnako ako v prípade eurozóny, risknú aj bez nej. Pri ekonomickej, politickej a vojenskej dominancii USA momentálne fungujú neamerické centrálné banky ako podriadené pobočky amerického centra. Či sa im to páči alebo nie, musia reagovať na kroky všemocného Fedu, ak nechcú rozhnevať dobre organizovanú skupinu domácich exportérov posilňovaním meny. Nečinnosťou by zaostali v celosvetových pretekoch v postupnom znehodnocovaní lokálnych mien v snahe utrhnúť si z celosvetového exportného koláča podporou cien domácich výrobkov na zahraničných trhoch, na úkor krajiny s menej inflačnou centrálnou bankou. Aby krajina v znehodnotení meny nezaostala, musí rýchlosť svojich tlačiarňí prispôbiť inflácii americkej centrálnej banky, a tým ju importovať.

Globálna koordinácia hospodárskej a monetárnej politiky nie je nepodloženou hypotézou konšpiračných bádateľov, ale dobre doloženým faktom. Oficiálny kalendár amerického ministra financií prezradí, že Tim Geithner mal medzi januárom 2010 a júnom 2012 až 168 stretnutí alebo rozhovorov s predstaviteľmi eurozóny a 114 s predstaviteľmi Medzinárodného menového fondu.<sup>821 822</sup> Tieto záznamy identifikujú, kto v eurozóne diktuje tempo. Americký minister financií nemal počas eurokrízy najviac kontaktov s Európskou komisiou alebo s predstaviteľmi euroskupiny, ale so šéfom ECB. Bolo ich 58. V rebríčku dôležitosti skončil na druhom mieste nemecký minister financií s 36 rokovaniami, na treťom jeho francúzsky kolega s 32. Intenzita rokovaní kopíruje stupňovanie napätia v eurozóne počas krízy, pričom maximum s osemnástimi kontaktmi za mesiac minister dosiahol koncom roka 2011. V tom období americký Fed otvoril európskym komerčným bankám prístup k dolárovej likvidite cestou dolárových swapov s ECB. Nahradil tak americké peňažné fondy a iných inštitucionálnych investorov, ktorí sa európskym ban-



kám už báli požičať bicykel, nieto miliardy dolárov na krátkodobé financovanie. Zásadný vplyv USA na hospodársku a monetárnu politiku Európskej únie dokladá aj kuriózne rozhodnutie únie počkať s vydaním správy hodnotiacej pokrok Grécka, ktorá bola podmienkou na uvoľnenie ďalšej pomoci krajine, až na obdobie po amerických voľbách v novembri 2012. Vzhľadom na intenzívnu spoluprácu správcov lokálnych mutácií zlých peňazí sa ťažko odpovedá na otázku, ktorá z nich je lepšia a má väčšiu šancu uchovať si hodnotu v nasledujúcich dekádach. Hádať sa o tom, že či je lepšou menou euro alebo dolár, môže byť pomerne zdĺhavým cvičením s nejednoznačným koncom. Podobne ako keby ste sa s niekým hádali, že kto je väčší hlupák. Obe svetové meny sú inherentne nestabilné, postavené na viere obyvateľstva v schopnosť štátov splácať svoje záväzky a udržiavať pri živote kartel finančných inštitúcií.

## Ázijské storočie

Vo vyspelom svete, kde je všetko z Číny, je táto krajina dôležitou premennou ovplyvňujúcou ekonomický vývoj. Vďaka extrémne úspešným posledným desaťročiam Čína opäť získava ekonomickú moc, ktorá tejto krajine s 1,4 miliardou ľudí právom patrí. Dosahy krízy boli citelné aj tu. Reakcia bola podobná ako v Amerike alebo v Európe, akurát výrazne intenzívnejšia. Čína po vypuknutí hospodárskej krízy implementovala v pomere k veľkosti ekonomiky globálne najväčší monetárny a fiškálny stimul. Rast peňažnej zásoby realizovaný cez rast poskytovaných úverov tam medziročne presiahol 30%, objem poskytnutých nových úverov narástol v roku 2009 na trojnásobok. Pomer celkového dlhu firiem, domácností a verejného sektora narástol za tento jediný krízový rok zo 165% na takmer 210% HDP. Keďže na východe platia rovnaké ekonomické zákony ako na západe, výsledkom takého boja s krízou bolo oddialenie potrebných štrukturálnych zmien v ekonomike, udržanie nadmerných exportných kapacít a vznik ďalších bublín, napríklad v nehnuteľnostiach. Záplava nových peňazí dvíhala cez úvery ceny nehnuteľností v porovnaní so mzdami na astronomické úrovne, i napriek rýchlo rastúcej ponuke. Podľa niektorých údajov<sup>823</sup> bolo na jeseň 2009 vo výstavbe až 5,6 miliardy štvorcových metrov rezidenčných a komerčných nehnuteľností. To sú 4,2 štvorcového metra na každého žijúceho Číňana, ktoré v nasledujúcich rokoch pribudli na trh. Výsledkom bolo veľké množstvo prázdnych nehnuteľností po celej krajine. V niektorých veľkých mestách bolo až 50% apartmánov prázdnych,<sup>824</sup> prázdne mrakodrapy či obchody sa stali hitom rôznych dokumentov z tejto krajiny. V Číne sú celé prázdne mestá, ktoré boli nanovo vybudované na zelenej lúke v snahe naplniť regionálne ciele rastu HDP bez ohľadu na existenciu dopytu. Napríklad rovno uprostred púšte.<sup>825</sup> Pomýlená budovateľská snaha vytvárať HDP investíciami do infraštruktúry, ktoré majú extrémne nízku alebo často vôbec žiadnu návratnosť, dala vzniknúť

bizarnostiam, ako je park veterných turbín,<sup>826</sup> ktoré neboli nikdy pripojené na elektrickú sieť. Alebo najväčší obchodný dom na svete s jediným prenajatým obchodom. Čínski centrálni plánovači uverili keynesiánskej hypotéze, že stavať nezmysly je pre ekonomiku lepšie, ako nerobiť nič. Následky v podobe mylných investícií znižujú životnú úroveň krajiny. Z dupania na monetárny a fiškálny plynový pedál dočasne profitovali odvetvia produkujúce cement, oceľ a dodávatelia nerastných surovín. No obrovské množstvo vyplytvaného reálneho kapitálu na vytvorenie statkov, ktoré nezvyšujú produkciu, musí niekde chýbať. Toto čistenie chýb plánovačov sa v krajine s rozvíjajúcou sa ekonomikou nemusí prejavíť recesiou ako v pomaly rastúcich vyspelých krajinách, ale aj pomalším rastom. Čínski štátni funkcionári majú napriek kapitalistickej revolúcii prebiehajúcej v posledných rokoch v rukách stále dostatok nástrojov, ako svoje chybné rozhodnutia zakrývať a odkladať realizáciu z nich vzniknutých strát. Štát stále plne ovláda bankový systém a na jeho súvahách sa dá zakopať množstvo zlých úverov a investičných projektov. Manipulácia oficiálnych ekonomických dát maskuje niektoré už dnes prebiehajúce korekčné javy a znemožňuje odhadnúť množstvo a stav reálnych úspor v tejto ekonomike.

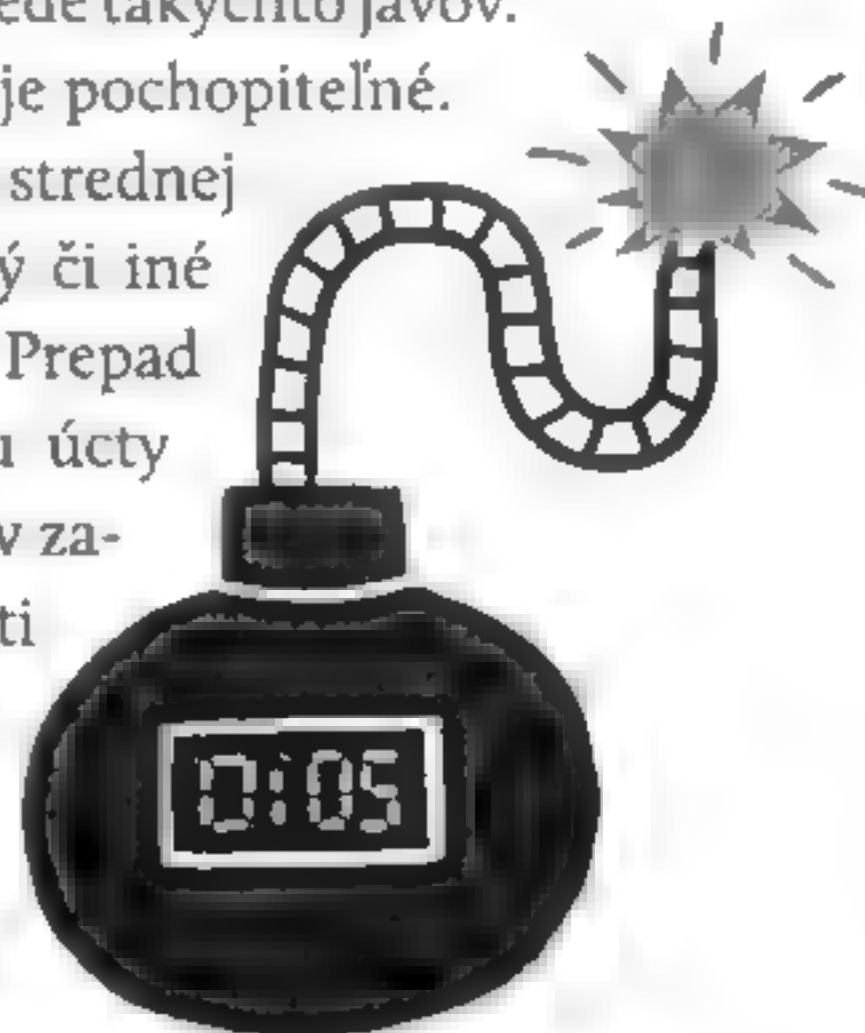
Čína previazaním svojej meny exportovala monetárnu politiku na americkú centrálnu banku. V snahe o udržanie konštantného výmenného kurzu a podporu exportérov nakumulovala obrovský objem amerických dolárov, ktoré z veľkej časti drží v amerických štátnych dlhopisoch. Dolár je tak americkou menou, ale čínskym problémom. Jeho postupné znehodnotenie za posledné dekády stálo čínsky ľud stovky miliárd dolárov stratenej kúpnej sily. Extravagantné kroky amerického Fedu po kríze boli príliš aj pre čínskych komunistov. Ak by dolárový štandard náhle prekvapivo skončil, v rukách by držali čierneho Petra s 1,3 bilióna amerického štátneho dlhu práve oni. Zahraničné rezervy, prevažne v amerických dolároch v celkovej hodnote takmer 4 biliónov dolárov,<sup>827</sup> sa po kríze funkcionári snažili viac diverzifikovať smerom od americkej meny a amerického dlhu. Nachádzali sa pri tom v prekérnej situácii. Dolárov a dolárových aktív držali také obrovské množstvo, že ak by z nich utekali príliš rýchlo a nahlas, sami mohli prispieť k významnému znehodnoteniu dolárov a dlhopisov, ktoré nestihli predať. Exit je preto opatrný a postupný. Čínske štátne fondy investujú do nerastných surovín či produkčných kapacít. Čínski úradníci vandrujú po svete a hľadajú, do čoho by mohli čínske štátne rezervy napchať. Príbehy o skupovaní afrických baní, pozemkov a nerastných surovín Čínou sú všeobecne známe. Investičnú aktivitu Číny na tomto kontinente ilustrovali evakuácie počas vojenského konfliktu v Líbyi. Kým Veľká Británia po bombardovaní Líbye zahraničnými jednotkami evakuovala pár stoviek svojich občanov prenajatým lietadlom, Čína si na prevoz svojich 15 000 občanov musela prenajať tri grécke lode. Euro ako alternatívna rezervná mena k doláru vyvolala veľké nádeje, no odhodlanie zaparkovať časť peňazí do tejto meny schladili peripe-tie eurokrízy. Z tejto previazanosti osudu čínskych úspor a americkej meny vzniká krehká politická rovnováha medzi oboma krajinami. Američania môžu nezodpo-

vednou fiškálnou a monetárnou politikou znehodnotiť veľkú časť čínskych úspor. Na druhej strane Číňania môžu náhlým predajom veľkého objemu amerických štátnych dlhopisov destabilizovať dolár a predražiť refinancovanie amerického štátu. Číne sa preto dostáva nebývalého rešpektu a zrazu z USA nepočuť toľko kritiky, týkajúcej sa popráv, porušovania ľudských práv či okupácie Tibetu.

Ekonomika Číny dobiehala vyspelý svet pred krízou obrovskými skokmi. Kým v 80. rokoch bol podiel Číny na svetovom HDP menej než 5%, dnes už predbieha Európu s 15%. Možno očakávať, že pozícia Číny bude silnieť aj v budúcnosti. Bez ohľadu na pokrízové keynesiánske chyby, Čína v dohľadnom období predbehne vo veľkosti ekonomiky aj USA a stane sa opäť najväčšou ekonomikou sveta. Ešte v roku 1820 bol podiel Číny na globálnom produkte 33%, čo bolo viac než 27% Európy a 2% USA. Nadmerné kapacity v exportujúcom priemysle udržiavané pri živote úverovou expanziou a plytvanie zdrojmi pri budovaní nehnuteľností ju možno spomalia, no nezastavia. Komunistickou ideológiou trápený čínsky ľud v posledných dekádach pričuchol k výdobytkom kapitalizmu a ženie ho prirodzená ľudská túžba mať sa lepšie. S bohatstvom sa postupne vráti aj politická moc a vplyv nielen Číny, ale celej Ázie na chod sveta. Dcéra generálneho tajomníka komunistickej strany Číny Xi Jinping študuje na americkom Harvarde. Nejde o výnimku, ale pravidlo medzi mocnými a bohatými Číňanmi. Vedeckú a kultúrnu dominanciu západu tiež nemožno považovať za garantovanú. Je len jedným z prejavov kumulovaného bohatstva, ktorého rozdelenie sa však v súčasnosti zásadne mení. Ťažisko sveta sa po dlhom čase opäť presúva smerom na východ.

## Bude vojna?

Šedínysíce mám, no sebavedomie a jasnozrivosť na to, aby som predpovedal vojnu ako výsledok krízových ekonomických problémov, zatiaľ nie. Aj keď pochybujem, že sa to rokmi a skúsenosťami zmení. Komplexnosť spoločenských javov a ľudských interakcií jednoducho nedáva veľa priestoru na predpovede takýchto javov. To, že sa po kríze vyrojilo mnoho vojnových prorokov, je pochopiteľné. Prostredie na eskaláciu konfliktov sa zlepšilo. Ochota strednej vrstvy počúvať nacionalistický, antisemitský, rasistický či iné blábotanie rastie úmerne strate bohatstva a príjmov. Prepád ekonomického statusu je pre ľudí bolestivý.<sup>829</sup> Stratu úcty a relatívneho postavenia, ktoré človek čerpá z funkcie v zamestnaní, výšky mesačného príjmu a značky či veľkosti signalizačných statkov, akými sú auto alebo nehnuteľnosť, vedie k frustrácii. Výsledkom je snaha o kompenzáciu, napríklad intenzívnejšou identifikáciou sa s nejakou skupinou, či už je to rasa, národ, politická





strana, cirkvi alebo futbalový klub. Napriek rozmanitému obsahu sýti aktivita v týchto skupinách podobné fundamentálne potreby. Zviezť sa na zásluhách, moci a statusu členov vybraných skupín. Rozdeliť svet na dva kmene My a Oni. Ekonomické krízy, keď mnoho ľudí príde o zamestnanie a poklesne na subjektívnom spoločenskom rebríčku, prirodzene vytvárajú dopyt po skupinových riešeniach, ignorujúcich rozmanitosť a komplexnosť sveta okolo nás. Ochota ľudí uveriť demagógom sa zvyšuje znižovaním alternatívnych nákladov ich aktívneho šírenia. Zamestnaný mladý muž s perspektívou kariérneho postupu bude menej náchylný verejne viniť Rómov či Maďarov zo všetkého zlého, čo sa mu v živote stalo, než nezamestnaný mladík bez akejkoľvek perspektívy nájsť si prácu. Kto nič nemá, nič neriskuje. Mnoho vojen bolo práve výsledkom ekonomickej entropie dovedenej do dôsledkov. Vojna spoločnosti ani ekonomike nemôže pomôcť. Ak štát pošle vyzbrojených mužov a ženy ničiť životy a majetok v zahraničí, napriek rastu HDP a dramatickému poklesu nezamestnanosti sú všetci zúčastnení na jej konci výrazne chudobnejší. Ak sa vo vyspelom svete nepodarí rozbehnúť ekonomický rast, ktorý by dlhové problémy vyriešil relatívne bezbolestne, potom potenciálna reštrukturalizácia dlhov nesolventných krajín a náklady spojené so sanáciou finančného systému povedú k stratám pre veľkú časť obyvateľstva. Ak prudký výkyv cenovej inflácie, spôsobený manipuláciou so zlými peniazmi, zničí veľkú časť celoživotných úspor, potom môžu ísť spoločenské hodnoty bokom. Veľká voličská skupina môže v demokracii svojím hlasovaním v snahe získať dodatočné transfery od zvyšku populácie ešte viac deformovať ekonomické prostredie. Tieto sekundárne efekty inflácie zlých peňazí môžu zmeniť spoločnosť na nepoznanie. To, že Hitler ovládol nemeckú spoločnosť po hyperinflácii, nie je náhoda. Neochota politickej triedy riešiť problémy a povedať ľuďom nepríjemnú pravdu do očí, vedie k sérii sklamaní, narúšaniu spoločenských vzťahov a dôvery v inštitúcie.

Namiesto zložitých analýz príčin a následkov v takýchto prípadoch vyhrávajú vrodené strachy a predsudky. Schytajú to zvyčajne menšiny. Či už sú to cudzinci, Rómovia alebo vyselektovaní bohatí ľudia. Podozrievavosť a mierny odpor k nim latentne existujú neustále, zlé časy len legitimizujú uvoľnenie hnevu ich smerom. To platilo vždy a všade, bez rozdielu na kultúru či storočie. Extrémny príklad poskytl Japonci, ktorí po veľkom zemetrasení v roku 1923 s vyše 140 tisíckami obetí zlynčovali kórejskú menšinu. Na základe fám o tom, ako sypú jed do studní, z ktorých mnohé mali po zemetrasení mútnu vodu, a vykrádajú obeť zemetrasenia, rozvášnené davy Japoncov v Tokiu a v Jokohame hromadne zmasakrovali za jediný týždeň stovky skutočných či domnelých etnických Kórejčanov. Civilné hliadky určovali príslušnosť k menšine na základe výslovnosti a kórejského prízvuku. Napriek následnej snahe časti polície a armády takto pozabíjali asi 10 000 Kórejčanov. Alebo sa pozrime do súčasnosti za náš vlastný plot. Všimli ste si, ako v Maďarsku rástol so zhoršujúcou sa ekonomickou situáciou počet ľudí chodiacich v smiešnych starobyľných háboch, spisujúcich zoznamy „židov ohrozujúcich národnú bezpeč-

nosť<sup>830</sup> a rozprávajúcich podivné historky o Veľkom Maďarsku? V čase, keď Maďari žijú v Megaveľkom Maďarsku, ktoré sa volá Európska únia. Politická trieda zvyčajne privíta spontánnu identifikáciu síce nesprávneho, no vopred nenávideného vinníka. Odbremení ju od často oprávneného obvinenia, že za vzniknuté problémy môžu oni sami. Verejná diskusia a pozornosť sa odvedie od podstaty problému a ich vlastná neschopnosť a chyby vyblednú pri žiari rozpútanej neznášanlivosti. Z podstaty fungovania demokracie preto nemožno vylúčiť, že niektorí politici v prípade vážnych ekonomických a spoločenských problémov nevyužijú xenofóbne predispozície ľudí na nájdenie externého nepriateľa a zakrytie vlastných zlyhaní. Môžeme len dúfať, že ekonomická situácia sa nezhorší do tej miery, aby k takejto dynamike nakoniec skutočne došlo, a že západná spoločnosť je natoľko vyspelá, že si dostatočné množstvo ľudí tieto prirodzené tendencie vo svojom vlastnom vnútri včas uvedomí, čím eliminuje ich ničivý potenciál. Napriek tomu, že veľký vojenský konflikt s účasťou vyspelých krajín nepatrí k mojim pravdepodobným scenárom, tolerancia západnej verejnosti k tomu, čo sa dialo v Iraku a v Afganistane alebo okamžitá totálna polarizácia spoločnosti v prípade ukrajinskej krízy naznačuje, že potenciál na zobudenie démonov existuje aj v modernej spoločnosti.

## Trochu perspektívy – svet sa má dnes výrazne lepšie než kedykoľvek v minulosti

Premiér krajiny verejne označil organizáciu, ktorú som zakladal, za protivládne združenie, a mňa nezbijú tajní policajti a nemusím svoje názory prezentovať iba do otvorenej pece pri hádzaní uhlia v kotolni. Kedysi to tak nebolo. Aj to je pokrok. Moji starí rodičia trpeli celý život za zdanlivo banálne odmietnutie starého otca vstúpiť do politickej strany, postavenej na absurdnej ideológii, ktorá zabila viac ľudí než fašisti. Ešte som nemal ani 25 rokov, a už som videl zo sveta rádovo viac než môj otec za celý život. Nie preto, že by on cestovať nechcel. Pri prekročení hranice republiky smerom na západ na mňa nikto nestrieľal, ani na mňa nepustil psy. Na rozdiel od mojich rodičov som sa mohol o tom, ako chcem so svojím životom naložiť, rozhodnúť iba podľa môjho gusta a odhodlania. Už nie psychopati v politických funkciách, ale moje schopnosti, usilovnosť a ochota obetovať rozhodnutiam čas, obmedzujú to, čo dosiahnem. Mám preto problém vžiť sa do dnes populárneho rozhorčenia o zlyhaní kapitalizmu. Ak sa na svoju situáciu sťažuje mladý zdravý občan Slovenska, má to už črty frašky. Patríme k najbohatším ľuďom na svete a ne jeden Ázijčan alebo Afričan by obetoval obličku, aby si tárchu tunajšieho života s nami vymenil.

Posledné polstoročie je obrovským úspechom kapitalizmu. Teraz nehovorím o vyspelom svete, kde súkromnú iniciatívu dusí čoraz väčší štát. Ak opustíme vžitý

západocentrický pohľad, zistíme, že väčšine ľudí vo svete sa za posledné polstoročie radikálne zlepšil život. Pravdepodobne o tom neviete, ale zažili sme najväčší úbytok počtu chudobných v histórii sveta. Podiel chudoby žijúcej z menej než jedného amerického dolára na deň na celkovej svetovej populácii klesol za tridsať rokov do krízy o 80%. Namiesto takmer jednej miliardy ľudí v roku 1970 to bolo v roku 2006 už menej než 400 miliónov.<sup>831</sup> Globalizácia a najmä príklon Číny a zvyšku Ázie k princípom, na ktorých funguje slobodný trh, radikálne zlepšili v priebehu jedinej generácie životy doslova miliárd ľudí.<sup>832</sup> Tento vývoj možno považovať za najväčší úspech sveta a voľných trhov za posledné storočie. V útulných kaviarňach hlavných miest západnej a strednej Európy o ňom nepočuť. Zato príbeh, ako chudobní vo svete chudobnejú a bohatí bohatnú, bol po kríze hitom. Nariekanie nad rastúcou nerovnosťou príjmov v západnom svete trochu pripomína hádku rozmazaných detí z bohatej rodiny o tom, kto čo dostal na Vianoce. Pri nariekaní o tom, kto má viac, im uniká, že vďaka voľnejšiemu obchodu a možnosti slobodného podnikania má zrazu výrazne viac chudobných detí z ázijskej a či z africkej časti ulice čo jesť, a dokonca začali chodiť do školy. Ak je rast príjmovej nerovnosti vôbec nejaký problém, tak dozaista nemá globálny charakter. Aj v tomto prípade ide o vývoj len vo vybraných vyspelých krajinách z posledných rokov, kde žije zlomok svetovej populácie. Svet nie je Amerika. Príjmová nerovnosť za celý svet dlhodobo klesá a chudobným rastú príjmy rýchlejšie ako bohatým.<sup>833</sup> Nezmenila to ani kríza. Napriek rastúcej individuálnej príjmovej nerovnosti v rámci niektorých krajín klesá celosvetová nerovnosť za posledných 40 rokov najrýchlejšie práve posledných 10 rokov. Najmä vďaka bohatnutiu Ázie.

Na svete žije rekordný počet ľudí a zároveň klesá ich množstvo žijúcich v extrémnej chudobe, priemerný vek dožitia sa predlžuje. Inými slovami na svete žije rekordný počet bezprecedentne bohatých ľudí, ktorí žijú nezvyčajne dlhý život. Tu niečo neseďí. Ešte pred štyridsiatimi rokmi sa ľudia vo vyspelom svete báli populačného rastu.<sup>834</sup> Aby si ako príliš veľká populácia motýľov neminuli potrebné prírodné zdroje na prežitie, následkom čoho príde všeobecná chudoba a kolaps spoločnosti. Verejní promotéri týchto názorov v snahe obmedziť rast počtu ľudí, navrhovali uvaliť daň na plienky. Dnes je na svete dvakrát viac ľudí, či dokonca sedemkrát viac, než ich bolo v čase katastrofických predpovedí pôvodcu tohto myšlienkového prúdu, politického ekonóma Thomasa Malthusa. A majú sa lepšie než kedykoľvek predtým. Väčším problémom než hlad sú dnes chronické choroby a z nich vyplývajúce úmrtia z dlhodobého prejedania sa. Nadváhou a obezitou trpí vo svete dvaapokrát viac ľudí než podvýživou.<sup>835</sup> Rýchly rast produktivity po priemyselnej revolúcii, zvyšovanie hodnoty statkov voľnými trhmi a lepšia garancia vlastníckych práv, ktoré odmeňujú súkromnú iniciatívu, zabezpečujú, že každý ďalší narodený človek vyprodukuje viac, než minie. Kapitalizmu sa darí generovať čoraz viac hodnôt z čoraz menšieho množstva čoraz väčšej škály prírodných zdrojov. Na Zemi stále existujú obrovské rezervy pre pohodlný život ešte väčšieho množstva



ľudí. Ak by všetci ľudia obývali priestor s takou hustotou zaľudnenia, v akej žijú obyvatelia amerického New Yorku, potom by sa celá populácia Zeme zmestila do jediného amerického štátu Texas. To je plocha o len o málo väčšia ako Ukrajina alebo tretina Grónska.<sup>836</sup> Ide len o 4,7 promile súše a 1,4 promile celkovej plochy zemegule. Namiesto ťarchou je dnes nový človek pre ostatných obohatením. Strašenie premnožením ľudí sa obrátilo na hlavu. Začínajú sa objavovať obavy, či ľudí nebude v budúcnosti príliš málo na to, aby sme boli schopní udržať existujúce tempo hospodárskeho rastu. Ľudská práca je ešte stále, kým ľudí stroje skôr dopĺňajú, než nahrádzajú, najvzácnejším prírodným zdrojom. Vyspelé krajiny vymierajú a pokles počtu detí s rastúcim bohatstvom badať aj v bohatnúcich rozvíjajúcich sa krajinách. Organizácia Spojených národov predpovedá, že počet narodených detí bude v budúcnosti už len klesať a populácia postupne starnúť. Rast populácie sa má podľa aktuálnych odhadov zastaviť v polovici 21. storočia na 9 miliardách. Zabudnite na zdaňovanie plienok. Politici dnes v strachu z vymierania uplácajú svojich občanov, aby sa množili, rôznymi dávkami či úľavami na daniach.

Šiesty diel

# Čo sa urobiť malo a čo urobiť treba

— Primum non nocere  
(Predovšetkým neškodiť)





„Nemohli sme len tak sedieť a nerobiť nič!“ Prezident ECB Mario Draghi pre nemecký časopis pri obhajovaní protikrízových opatrení Európskej centrálnej banky v roku 2012.

Ľudia nevedia sedieť so založenými rukami. Prizerať sa zhoršujúcej sa situácii a nerobiť nič. Táto intervenčná predpojatosť bola v prostredí, v ktorom sa človek milióny rokov vyvíjal, na ošoh. Ak sa nedaril lov alebo choreli deti, bolo rozumné experimentovať so zmenami aj bez presnej teórie ohľadom toho, ako veci fungujú. Negatívne dosahy častých omylov boli lokálne obmedzené na niekoľko ľudí a tieto straty boli vykompenzované ziskom celej komunity v prípade možnosti úspešný objav kopírovať. Moderná spoločnosť radikálne zmenila prostredie, a tým aj optimálnu stratégiu. Ak má niekoľko ľudí možnosť cez zlé peniaze a iné nástroje štátu ovplyvňovať životy stoviek miliónov ľudí, je nutkanie furt niečo robiť pre spoločnosť preklatím. V komplexnej ekonomike, kde poznáme len zlomok kauzálnych vzťahov a všetkých premenných, by malo byť „sed' si na rukách a ničoho sa nedotýkať“ prednastavenou možnosťou. Jej porušenie by malo byť podmienené pádnymi dôvodmi. Akcia v prípade hospodárskej a monetárnej politiky zvyčajne znamená zásah do vlastníckych práv členov spoločnosti a obmedzenie ich vlastnej aktivity pod hrozbou násilia. Intervenčná predpojatosť v monetárnej politike vyzerá tak, ako keby mal šaman v rámci rituálu na privolanie dažďa zrazu možnosť obetovať namiesto jednej svojej sliepky všetku hydinu zvyšných členov kmeňa.

Nepreceňujem vlastné schopnosti zlepšovať fungovanie komplexného dynamického systému ekonomiky. Niečo, čomu nerozumieme, nemôžeme riadiť. Navyše riadiť, znamená mať predstavu o tom, aký je cieľ. Ľudia však nie sú dobytok, ktorého zmysel existencie určuje chovateľ. Spoločnosť je výsledkom interakcií jednotlivcov, nesledujúcich svoje vlastné ciele. Kríza nespadla z neba, ale je následkom práve pomýlených pokusov zlepšovať ekonomiku v minulosti. Preto treba tlmiť snahu ekonomických doktorov operovať mozog ekonomiky podľa schémy fungovania drevenej bábky. Nasledujúci výpočet krokov, ktoré by som navrhoval uskutočniť, vychádza z overených postupov v prostredí vysokej neistoty, kde nie sme schopní kontrolovať okolie a predvídať, čo sa stane. Základným pravidlom by malo byť hlavne neuškodiť a pracovnou metódou by mala byť opatrnosť. Ak vypadne elektrina, keď v pivnici vykladáte zaváraniny, tiež najprv počkáme a nerozbehneme sa smerom, kde predpokladáme východ. Namiesto toho tápeme okolo seba a opatrnými pohybmi testujeme okolie.

## Viac Európy, menej Bruselu

„Čo keby sme na začiatok volanie, viac Európy!“ nahradili mottom, *pacta sunt servanda*? Nemali by sme rozjímať o „lepšej Európe“, skúsiť to s Európou zodpovednosti a dodržiavania dohôd?“ Otmar Issing,<sup>837</sup> 2012, bývalý hlavný ekonóm, člen bankovej rady ECB (1998 – 2006) a jeden z architektov eurozóny.

## Zrušiť európske zbrane hromadného morálneho hazardu

Dodržiavať pravidlá, na ktorých eurozóna vznikla, by bol dobrý začiatok. Grécko malo na svojom dlhu už na začiatku krízy defaultovať. Pomoc ostatných členov bola v rozpore so zmyslom Lisabonskej zmluvy. Straty z následnej reštrukturalizácie dlhu mali padnúť na tie inštitúcie, ktoré neudržateľné zadlžovanie gréckeho ľudu tamojšou politickou triedou podporovali ochotným nakupovaním ich dlhopisov. Reštrukturalizácia by odbremenila gréckych občanov od časti ťarchy dlhopisov. Reštrukturalizácia by odbremenila gréckych občanov od časti ťarchy absurdne vysokého dlhu, ktorý by nikdy nevznikol, nebyť projektu eura. Default Grécka, nie premostovacie úvery, ktoré dlh ešte viac zvýšili, bol skutočne solidárnym riešením. Ak by straty ohrozili fungovanie francúzskych a nemeckých bánk, tie sa mali dostať pod nútenú správu alebo do likvidácie. Default je ekonomicky efektívne a spravodlivé riešenie problémov, ktoré vzniknú na základe mylnej viery spísanej do úverovej zmluvy. Mnoho ľudí chce trestať vinníkov krízy. Tu netreba sadať do tankov, vytvárať nové súdne tribunály, či hľadať v bankových radách. Kapitalizmus má na potrestanie nezodpovedného správania, zbytočného riskovania s cieľom zbohatnúť, vynikajúci nástroj. Je ním bankrot. Ozajstná hrozba defaultu člena eurozóny mohla donútiť krajiny, aby sa správali v menovej únii zodpovedne, a spoločnú eurošpajzu nerabovali deficitmi. Možnosť defaultu bola jediným efektívnym stabilizačným prvkom takej rôznorodej a komplikovanej menovej únie, akou je eurozóna. Default člena by zastavil šírenie fiškálnej nákazy z jednotlivých členov únie, ktorí ignorujú rozpočtové obmedzenia na spoločnú menu. Tomuto prirodzenému mechanizmu sa však politickí predstavitelia silou-mocou bránia. V ich podenkových politických kariérach by bola dočasná nestabilita eurozóny príliš veľkým nákladom. To neznamená, že k reštrukturalizáciám nedôjde. Prídu neskôr, bude to výrazne drahšie, a cenu zaplatia aj ľudia, ktorí so vznikom chorých dlhov nemali nič dočinenia.

Na začiatok čistenia európskeho dlhového chlieva je potrebné zrušiť novovzniknuté európske zbrane hromadného morálneho hazardu v podobe eurovalu a garancie dlhopisov členských krajín menovej únie centrálnou bankou. Bez prítomnosti týchto záchranných nástrojov by napriek existencii menovej únie a pevnému výmennému kurzu nedochádzalo k takému absurdnému zmenšovaniu rozdielov v úrokoch, ktoré platia vlády jednotlivých členských krajín s takým rozmanitým fiškálnym a ekonomickým rizikom. Zásadné rozdiely v úročení nie sú chybou, ale prirodzeným javom umožňujúcim jej dlhodobé prežitie. Aj počas fungovania zlatého štandardu si krajiny požičiavali za výrazne rozdielne úroky, a to napriek drobným rozdielom vo fiškálnych a obchodných deficitoch.<sup>538</sup> Za americky nízke úroky si peniaze nepožičiavajú ani dolarizované krajiny. „Rovnaký úrok pre všetkých!“ je deformácia, ktorá sa pretransformovala na podivný cieľ monetárnej politiky ECB. Zrušenie umelej podpory v podobe garancií z ECB všetkým členom je nutné aj z iného dôvodu. Niektoré krajiny spoločný vozík

neťahajú, ale namiesto toho sa na ňom vezú. Aby sme zistili, kto pláva bez plaviek, treba najprv vypustiť vaňu. Nevie, dlhy ktorých členských štátov eurozóny sú neudržateľné, a je potrebné pristúpiť k ich okamžitej reštrukturalizácii. Dá sa to však ľahko zistiť. Stačí jedna tlačová konferencia šéfa ECB, na ktorej sa zaprisahá, že ECB v súlade s Lisabonskou zmluvou nenakúpi dlhopisy žiadneho členského štátu v problémoch, aj keby malo ísť hneď o Francúzsko. Následné trhové signály, očistené od hluku štátnych zásahov v podobe rastúcich úrokov na dlhoch niektorých štátov, zodpovedia otázku, kto koho v menovej únii dotuje požičiavaním kreditného ratingu. Prípadný default týchto krajín donúti Európu adresovať podstatu problému, ktorý dusí jej rast. Štáty by mali platiť na úrokoch toľko, koľko si zaslúžia, a nie toľko, koľko im vybaví centrálna banka. Podpora financovania štátneho dlhu monopolom na peniaze odčerpáva kapitál súkromnému sektoru, vedie k vzniku nových pomýlených investícií a umožňuje politikom odkladať potrebné reformy na neurčito. „Stolček, prestri sa“ v ECB tak predlžuje ekonomickú agóniu. Umelo nízke úroky vybraným subjektom, ktoré bankujú s ECB, demotivujú sporiťelov a vytláčajú z trhu zahraničných súkromných investorov, ktorí nie sú ochotní za taký nízky úrok investovať v problematických krajinách a niesť riziko nejasného ekonomického vývoja. Zlé peniaze sú pre európske ekonomiky prekliatím.

### **Pobaltský trojuholník. Miesto, kde nefungujú zákony keynesiánskej ekonómie**

Mnohí ekonómovia by ekonomické problémy členských krajín eurozóny najradšej riešili znehodnotením domácej meny, v tomto prípade eura. Oblúbeným príkladom údajne liečivých účinkov inflácie bol ekonomický osud Argentíny po jej poslednom defaulte v roku 2002. Tamojšia centrálna banka po ňom usilovne stimulovala ekonomiku novými peniazmi a reálne HDP v pokrízových rokoch rýchlo rástlo. Takýto vývoj však nemožno považovať za finálny dôkaz prospešnosti inflácie. Argentínske HDP na hlavu kleslo zo 7 726 dolárov v roku 2000 len na 2 767 dolárov v roku 2002. Následný rýchly rast neprekvapuje, keďže sa rástlo z katastroficky nízkych úrovní. To, že krajine išla chvíľu karta, podporil aj celosvetový, zlými peniazmi nafúknutý rast, ktorý zdvihol ceny komodít vyvázaných aj Argentínou. Bublíny však po finančnej kríze splasli a krajinu začali dobiehať negatívne efekty inflácie v podobe nahromadených zlých investícií. Tempo rastu HDP výrazne spomalilo a dekádu po „úspešnej“ devalvácii mali v krajine v roku 2014 stagfláciu. Cenová inflácia presiahla v posledných rokoch podľa niektorých odhadov cválajúcich 30%. Tretina populácie je závislá na sociálnych dávkach, ekonomike chýbajú reformy, tamojšia politika je populistická s množstvom regulácií a štátnych zákazov. Radšej než do Južnej Ameriky by mali ísť krajiny ako Grécko alebo Portugalsko po rady na sever. Netreba ani prekročiť hranice Európskej únie. Estónsko, Litva a Lotyšsko sa dostali



z katastrofického viac než 10% prepadu HDP po finančnej kríze späť do, na európske pomery, nadpriemernej formy. Napriek tomu, že si nemohli pomôcť infláciou. Alebo skôr vďaka tomu. I keď oficiálne nemali euro, ich meny boli na túto spoločnú menu pevne nadviazané. Tamojšie centrálné banky preto nemohli tlačiť, ale iba sa prizerat'. Nemohli pomôcť ekonomike znehodnotením meny. Pritom aj tu praskli bubliny. Nerovnováhy vzniknuté z dovezenej monetárnej expanzie boli v niektorých prípadoch horšie než v krajinách PIIGS s následným prudším prepacom ekonomiky. Na rozdiel od ostatných európskych krajín v problémoch aplikovali radikálnu liečbu v podobe skutočného šetrenia vo verejných výdavkoch.<sup>839</sup> Orezaním výdavkov štátu v niektorých prípadoch až o 10% HDP a reformami fungovania verejnej správy a v ekonomike realizovali takzvanú internú devalváciu. Dokázali niečo, čo mnohí ekonómovia modliaci sa za viac inflácie považovali za nemožné.<sup>840</sup> Konkurencieschopnosť spätne nezískali znehodnotením kurzu svojej meny, ale znížením nominálnych miezd a verejných výdavkov. Na pozitívne efekty týchto krokov, z pohľadu vyspelého sveta radikálnych, nebolo treba čakať desaťročie. Dostavili sa hneď. Okrem rýchleho návratu k rastu HDP tieto krajiny bez barličky devalvácie vyriešili aj deficit obchodnej bilancie. Estónsko preklopilo už v roku 2009 do prebytku predkrízový deficit bežného účtu obchodnej bilancie vo výške 17% HDP, Lotyšsko 22%. To je viac ako kedy malo Grécko. Pobaltské krajiny dokázali, že aj v zložitej situácii vyvolanej maniodepresívnou monetárnou politikou a bez možnosti pomôcť si povolnou centrálnou bankou je možná rýchla adaptácia ekonomiky na novovzniknutú ekonomickú realitu. Menová únia či zlatý štandard v tomto procese nie sú prekážkou. Tú treba hľadať v neochote politickej triedy obmedzovať výdavky štátu a ohrozovať svoju kariéru nepopulárnymi, no potrebnými reformami. Ľudia na trhu to vyriešia. Len im treba prestať v snahe o zmenu produkčnej štruktúry brániť hlúpy intervenciami, vytvárať menovú neistotu, mýliť ich manipuláciou úrokov a cien či ochudobňovať ich transfermi bohatstva cez dane a infláciu.

### Je čas, aby štáty začali šetriť

*„Kontinentálny sociálny model je mŕtvy.“*

~ Mario Draghi, prezident ECB, 2012<sup>841</sup>

Je z čoho orezávať. Nejde o vývoj v posledných rokoch, ale dlhodobý trend. Štáty západu v poslednom storočí expandovali na úkor súkromných iniciatív. Z 3% HDP v 19. storočí, keď boli štáty v ekonomike takmer neviditeľnou poznámkou pod čiarou, na takmer 50%, keď sú najdôležitejšou silou v ekonomike. Vynález progresívneho zdanenia, ktorý izoluje väčšinu voličov od následkov ich hlasovania, možnosť štátov míňať peniaze bez toho, že by ich museli vybrať na daniach,

tomu výrazne pomohli. Napriek tomu, že USA usilovne dobiehajú Európsku úniu vo veľkosti štátu, ide najmä o európsky problém. Vysoké dane tu ekonomiku dusia dlhodobo, čo sa odrazilo na jej relatívne nižšom raste oproti zvyšku vyspelého sveta. Skutočne šetriť v Európe znamená prijímať zásadné reformy sociálneho systému, pričom výdavkovou čiernou dierou sú najmä priebežné dôchodkové systémy, ktoré v starnúcej populácii pohlcujú čoraz väčší objem daní a odvodov.

Voľby sa nevyhrávajú programom dôsledného šetrenia. K šetreniu vo verejných výdavkoch dochádza následkom predchádzajúcich chybných politík. Obavy z neschopnosti prefinancovať deficit štátu ďalším dlhom dotlačia politickú triedu k jeho zníženiu. V angličtine má tento proces názov „austerity“. Toto po kríze sprofanované slovo však nešťastne mieša dva druhy zo svojej podstaty rozličných opatrení. K cieľu nižšieho deficitu sa dá v rámci austerity záchvatu dopracovať znižovaním štátnych výdavkov, ale i zvyšovaním daní. Keď potom počúvam, ako austerity v Európe zabíja rast, mám zmiešané pocity. Nevieť sa rozhodnúť, či súhlasiť alebo nie. Väčšina ľudí tento výrok interpretuje tak, že snaha štátov šetriť udusila ekonomiku. A to je nezmysel. Menej peňazí pre štát znamená viac peňazí pre podnikateľov a domácnosti, ktoré ich môžu investovať či minúť. Austerity s dôrazom na šetrenie si v Európe s výnimkou pobaltských nevybral takmer nik. Politická trieda si s podporou centrálnej banky za chrbtom vo väčšine prípadov zvolila zvyšovanie daní. Ťarchu znižovania deficitov hodili na súkromný sektor, čiže producentov hodnôt a pracovných miest. Väčším problémom ako vysoké deficity sú už len vyššie dane.<sup>842</sup> Tie znižujú rast ekonomiky v Európe, a nie radikálne šetrenie štátov. K tomu zatiaľ vôbec nedošlo. Verejné výdavky za celú eurozónu medzi rokmi 2007 a 2012 reálne neklesli. Ich podiel na HDP dokonca narástol zo 46% na 49,9%. Čím väčší štát, tým menší priemerný rast reálneho HDP. Takýto vzťah platil pre krajiny eurozóny minimálne v období tridsiatich rokov pred krízou.

### **Prirodzený americký experiment v extrémnom šetrení dopadol napriek varovaniam ekonómov dobre**

*Ekonómovia presvedčení o kľúčovej úlohe štátnych výdavkov pre stabilizovanie agregátneho dopytu, a tým aj ekonomickej výkonnosti, zvyknú argumentovať pozitívnym vplyvom vojny na ekonomiku. Zvýšené štátne výdavky na zbrojenie a obranu majú stimulovať agregátny dopyt, zvyšovať príjem a eliminovať nezamestnanosť. Použijme tento ich príklad pri pokuse predpovedať, čo sa stane, ak by štát začal naopak radikálne šetriť. Pozrime sa, aké priniesol efekty koniec druhej svetovej vojny a s ním spojené dramatické obmedzenie verejných výdavkov na americkú ekonomiku. „Keď sa skončí táto vojna, viac než*

jeden z dvoch pracovníkov bude priamo alebo nepriamo závislý od vojenských zákaziek. Z vojenskej služby sa uvoľní približne 10 miliónov mužov, ktorí budú hodení na trh práce. Budeme čeliť obdobiu komplikovaného prechodu na mierovú výrobu, počas ktorého nebude možné produkovať spotrebné statky a môže dôjsť k hromadným prepúšťaniam. Ani potreba technickej rekonverzie produkcie nemusí v tomto kritickom období nutne vytvoriť dostatok investičných výdavkov bez ohľadu na jej budúci potenciál. Definitívny záver vyplývajúci zo skúseností s koncom poslednej vojny je nevyhnutný – ak sa vojna náhle v priebehu nasledujúcich 6 mesiacov skončí, ak si opäť naplánujeme ukončenie vojnového úsilia v najväčšom zhone, ak demobilizujeme naše ozbrojené sily, zrušíme štátnu kontrolu cien a prejdeme od astronomických deficitov k čo i len veľkým deficitom v štýle tridsiatych rokov – potom sa prepadneme do obdobia najväčšej nezamestnanosti a rozvratu priemyslu, aký ktorákoľvek ekonomika kedy zažila," napísal americký ekonóm, jeden zo zakladateľov neokeynesiánskej školy a priekopník modernej ekonómie Paul Samuelson v roku 1943.<sup>843</sup> O dva roky neskôr sa vojna skončila. Zároveň došlo k dramatickej redukcii deficitu verejných financií, demobilizácii a zrušeniu kontroly cien. Katastrofa sa nedostavila. „V roku 1946 dosiahol počet zamestnaných civilných obyvateľov takmer 58 miliónov ľudí. To je najviac v histórii tohto národa – o 10 miliónov viac ako v roku 1940 a o niekoľko miliónov viac ako bol vrchol v období vojny. Ak zahrnieme aj vojenskú službu, celkový počet zamestnancov presiahol 60 miliónov... Ku koncu roku 1946, teda iba rok a pol po VJ dni (deň víťazstva nad Japonskom)<sup>844</sup> si viac než 10 miliónov demobilizovaných veteránov a ďalšie milióny vojnových zamestnancov našlo prácu v jednej z najrýchlejších a najgigantických premien z vojny na mier, ktoré kedy akákoľvek krajina zažila," píše sa v ekonomickej správe prezidenta Harryho Trumana z januára 1947.<sup>845</sup> Pritom americké federálne výdavky sa medzi fiškálnymi rokmi 1945 a 1947 prepadli o 61%, a to z 41,9% na 14,7% HDP. Extrémny prípad prudkého šetrenia amerického štátu po konci vojny nepotvrdil predikcie keynesiánskych modelov, varujúce pred tragickými efektmi poklesu agregátneho dopytu. Nezamestnanosť narástla v rovnakom období napriek záplave demobilizovaných vojakov z 1,9% len na závideniahodných 3,6%. Namiesto keynesiánmi predpovedanej depresie<sup>846</sup> prišiel povelový americký zázrak očakávaný ekonómami,<sup>847</sup> ktorí v šetrení štátu vidia skôr príležitosť na rýchlejší rast.<sup>848</sup>



Pokrízový rast veľkosti štátu voči zvyšku ekonomiky nebol prekážkou v tom, aby sa zintenzívnili volania po zastavení aj skromných úspor vo verejných financiách. Úspornému nadšeniu neprispela ani blamáž elitných ekonómov Carmen Reinhart a Kennetha Rogoffa, ktorých chybu v exceli odhalil študent ekonómie. Oprava znamenala o niečo miernejší historický prepád ekonomiky pod ťarchou štátneho dlhu, čo niektorí keynesiánski ekonómovia interpretovali ako dôkaz, že šetrenie štátov je škodlivé. Pritom na negatívny vplyv štátneho dlhu na ekonomický rast poukazujú aj mnohé výskumy iných autorov. Konkrétny tvar a sklon tejto krivky vzťahu medzi výškou dlhu a ekonomickým rastom bude vždy len artefaktom ekonomickej histórie, závislým od arbitrárnej voľby krajín či období, a nemožno ho považovať za dôkaz kauzálneho vzťahu. Tomu, že sa dá predpovedať ekonomický rast krajiny len na základe výšky jeho štátneho dlhu, ignorujúc súkromný dlh, technologický pokrok, ale aj spôsob použitia štátom minutých peňazí, imigráciu a množstva iných faktorov, uverí len pár popletených intelektuálov. Napríklad dlh Veľkej Británie v roku 1816 dosiahol 240% HDP. Napriek tomu sa tam uskutočnila priemyselná revolúcia. To však neznamená, že výdavky štátu neznižujú hospodársky rast oproti alternatívnym scenárom. Fakt, že domácnosti a firmy investujú a míňajú svoje peniaze na dosahovanie svojich cieľov produktívnejšie ako politici a ich úradníci, ktorí míňajú cudzie peniaze na formálne dosahovanie cudzích cieľov, má solídne teoretické východiská vo vede popisujúcej ľudské konanie, a je neustále empiricky testovaný vo svete okolo nás. Deformáciu ekonomiky spôsobujú samotné verejné výdavky, štátny dlh je len prejavom ich nadmerného objemu.

### Preč s cenovými rigiditami v eurozóne a bariérami mobility výrobných faktorov

*„Štát s množstvom regulácií... je hlavnou príčinou, prečo sú faktory produkcie menej mobilné. V minulej ére mohli byť hlavným vysvetlením náklady na prepravu, no vďaka technologickému pokroku v tejto oblasti sú čoraz menej dôležité v modernom „zmenšujúcom sa svete“. Ak je to tak, potom by v prípade laissez-faire kapitalizmu imobilita faktorov produkcie takmer neexistovala. Ak pripustíme aspoň približnú pravdivosť týchto predpokladov, potom by sa Mundellovskou zónou stal celý svet – presne tak ako pod zlatým štandardom.“*<sup>849</sup> Walter Block, 1999, *The Gold Standard: A Critique of Friedman, Mundell, Hayek and Greenspan from the Free Enterprise Perspective.*

Hongkong bol ešte v 60. rokoch chudobný ostrov plný utečencov. Vďaka usilovnému ignorovaniu dobre mienených rád britských ekonomických akademikov pri plánovaní a riadení tamojšej ekonomiky a uvoľneniu rúk obchodníkom je dnes tamojší obyvateľ v priemere bohatší ako Brit. Nebolo to prvý ani poslednýkrát, čo slobodný trh a centrálna neriadená súkromná ini-

ciatíva zosmiešnila celoživotnú prácu kolektívu sociálnych inžinierov. Množstvo príkladov možno nájsť aj doma v Európe. Na začiatku nemeckého povojnového zázraku stála práve odvaha nechať ľudí slobodne podnikať a tvoriť. V júli 1948 zrušil Ludwig Erhard, riaditeľ západonemeckej ekonomickej rady, z vlastnej iniciatívy prídellový systém na potraviny a uvoľnil všetky regulované ceny. Pritom Veľká Británia tak fungovala ešte nasledujúcich šesť rokov.<sup>850</sup> Štátni ekonómovia namietali. Zavolať mu aj znepokojený americký generál Lucius Clay, vojenský guvernér nemeckej zóny pripadajúcej pod správu USA: „*Moji poradcovia hovoria, že robíte obrovskú chybu. Čo na to povieť?*“ „*Nevšímajte si ich, pán generál! Moji poradcovia hovoria to isté.*“ Túto chybu treba v Európe zopakovať. Mnohé ceny sú v únii opäť z veľkej časti regulované. Nemôžu sa meniť podľa meniacich sa podmienok. Asi najviac je postihnutý trh práce. Jeho prirodzené otáľanie zo dňa na deň meniť ceny výrazne zhoršujú zákonníky práce a dávky zo sociálneho systému. Najrigidnejšou mzdou je zákonom stanovená minimálna mzda, a hrozba obrovských nákladov spojených s prípadným prepúšťaním odradí nejedného podnikateľa zamestnávať aj v prípade, že by sa to možno oplátilo. Predstavte si, že by existoval zákon, ktorý by vám prikazoval 5 rokov manželstva po pár týždňoch spoločného chodenia. To by si ľudia akékoľvek randenie dobre rozmysleli. Tieto deformácie treba odstrániť. Zrušiť pomýlenú ochranu zamestnancov, ktorá vedie k tomu, že nevznikajú nové pracovné miesta. Minimálnu mzdu, ktorá chráni existujúcich zamestnancov pred konkurenciou zo strany nezamestnaných, ktorí by boli ochotní robiť za menej a viac. Najviac škodí dlhodobo nezamestnaným, nízko kvalifikovaným a mladým bez skúseností. Sociálny systém, ktorý cez rôzne dávky platí zdravému, práceschopnému nezamestnanému viac, než je trhovú cenu jeho produktivity, tiež nepomáha. Napriek tomu, že ide o štandardné ekonomické poznatky, presadiť ich do reality je v Európe extrémne ťažké. Reformy zamerané na zníženie štedrosti sociálneho systému a dereguláciu trhu práce sú v demokraciách politicky nákladné. Preto sa k nim pristupuje až pri dostatočnom zhoršení situácie, keď sa vyskúšajú všetky ostatné kúzla centrálného plánovania v snahe získať makroekonomický obed zadarmo. Keď odstránime prekážky v cenotvorbe a zamestnávaní, trh sa zázračne vyčistí a problematická časť nezamestnanosti zmizne.

**Keby štát nezakazoval prácu za 55 centov na hodinu, bolo by jej v Európe nekonečno**

Nemecké predkrízové reformy v podobe obmedzenia dávok zo sociálneho systému a flexibilnejšieho trhu práce urobili z krajiny ekonomicky trápiacej sa po zjednotení pokrízového premianta. Absencia celoštátnej minimálnej mzdy viedla k pokračovaniu poklesu nezamestnanosti aj po vypuknutí finančnej krízy. V bývalom východnom Nemecku neboli výnimkou mzdy nižšie ako euro za hodinu.

„Mal som ľudí, čo zarábali len 55 centov za hodinu,“ hovorí šéf pracovnej agentúry zo Straslundu.<sup>851</sup> To je šokujúca, nepredstaviteľná úroveň aj pre rádovo chudobnejšieho postkomunistického Slováka. Komu to príde málo, ten by mal vedieť, že nula je ešte menej. To, že alternatívou pre zdravých ľudí schopných práce nie je nula, ale sociálna dávka umožňujúca bezprácný život, je chybou sociálneho systému. Túto dávku však musí niekto platiť. Ten niekto má potom menej peňazí na investície, vytváranie nových pracovných miest a spotrebu. Takéto nastavenie pravidiel podporuje záhaľku a neefektivitu. Bráni konfliktu ponuky a dopytu na trhu práce a ťaťahuje ekonomickú stagnáciu. Spoločnosť tak napečie menší koláč. Sociálne systémy väčšiny krajín eurozóny treba v boji s ekonomickou stagnáciou zásadným spôsobom prekopať. Treba sa zakryť takou perinou, na akú máme.<sup>852</sup> V tom istom čase, keď v Straslunde robili Nemci za 55 centov, zakazoval francúzskym pracujúcim štát predávať svoju prácu za menej než 9,43 eura na hodinu. Pomohol tak vybavíť dvakrát vyššiu nezamestnanosť, než malo Nemecko. Osem miliónov Nemcov, teda takmer pätina celkovej nemeckej pracovnej sily, pracovala pod úrovňou francúzskej minimálnej mzdy.<sup>853</sup>

Nechajme však Nemecko Nemeckom, aby sme náhodou nevzbudili mylnú predstavu, že zázraky voľnejšieho trhu fungujú len tu. Že Helmut a Hedwiga sú špeciálni, či už tým, že prečítali veľa z Goetheho, majú v skrini kožené krásky, alebo pijú viac piva. Trhové princípy stále fungujú, dokonca aj v Grécku postihnutom ekonomickou depresiou. Prirodzený ekonomický experiment v tejto krajine podnikli Číňania. V roku 2010 čínska prepravná spoločnosť COSCO kúpila za 500 miliónov eur manažérske práva na polovicu gréckeho prístavu Pireus na nasledujúcich 35 rokov.<sup>854</sup> Počet kontajnerov, ktoré prejdú prístavom, sa v nasledujúcich dvoch rokoch strojnásobil. V čínskej polovici sa pracuje nonstop – 7 dní v týždni, 24 hodín denne. V gréckej časti je pokoj, ktorý naruší iba občasný štrajk. „Je to tam ako v inej krajine,“ hovorí zástupca riaditeľa gréckeho prístavu hľadiac na pohyb žeriavov v čínskej časti z okna svojej kancelárie. Číňania znížili mzdy a najmä vplyv odborov. Namiesto deviatich ľudí, čo bolo minimum vyžadované odborármi, zrazu stačia na obsluhu žeriavu len štyria. Zásadným spôsobom osekali náklady, spravili prístav konkurencieschopným a ich biznis prekvitá. „Prinášajú nám sem pracovné štandardy krajín tretieho sveta,“ sťažuje sa odborový predák štátneho prístavu. „Keby to u nás bolo také strašné, nehlásili by sa k nám do práce tisícky ľudí,“ oponuje manažér z COSCO. Odstránením dusivej štátnej regulácie sú schopní prekvitať aj v prostredí ekonomickej depresie. Dožili sme sa paradoxnej doby, keď komunisti z Číny dávajú kapitalistické lekcie socializmom postihnutej eurozóne. Vyspelé západné krajiny nesú negatívne následky vlastného bohatstva. Obrástli sociálnymi dávkami a reguláciami tak, ako obrastie tukom človek, čo žije v blahobyte a prestane sa hýbať. Keď zrazu treba o potravu súťažiť s ázijským tigrom, sú európske štáty smiešne pomalé, trpia dýchavičnosťou, hrozí im infarkt a hlavne nariekajú ako rozmazané deti. Regulačno-redistribučnú záťaž treba čím skôr zhodiť, inak sa Európa postupne zmení na čínsky skanzen.



## Decentralizácia ako lacné poistenie proti hlúposti jednotlivcov a nejasnej budúcnosti

Deregulovať nestačí trh práce, ale treba celú ekonomiku. Nie, neobhajujem bezprávie a alebo iné neoliberálne peklo, ktorým strašia socialisti. Treba viac spravodlivosti a dôslednejšie vymáhanie vlastníckych práv. Veď na to tu ten štát je. „*Nemôžeš kradnúť, musíš obchodovať*,” je pravidlo, ktoré stačí na to, aby väčšina dnešných trhov fungovala. Záplava nových pravidiel tomu nepomáha, práve naopak. Čím viac príkazov a zákazov, tým väčšie bezprávie, viac subjektivity a arbitrážnosti. K dobrej spoločnosti sa nedá prepracovať spísaním množstva pravidiel do zákonov. Kľúčom je dôsledné vymáhanie vlastníckych práv a aj od neho odvíjajúca sa neformálna kultúra spočívajúca v základnej dôvere, dodržiavaní slova a slušnosti. Zlepšovanie týchto ukazovateľov leží v spoločnosti na jednotlivcoch, a preto nie je vhodné do sedemročných centrálnych plánovačov. Tí však z podstaty svojej existencie trpia nutkaním zlepšovať životy iných, či sa im to páči alebo nie. Chrlia smernice, ktoré sa snažia riešiť absurdné detaily každodenného života. Dnes sa v Európe už nedá žiť a podnikáť bez toho, že by človek vedome či nevedome neporušoval nejaké z pravidiel stanovené zákonmi. A v spoločnosti, kde všetci porušujú zákony, sa ozajstným zlodejom žije ľahšie, keďže toľko nevyčnievajú. Množstvo regulácií spoločnosť konzervuje v minulosti, keď tieto vznikali. Vo svete, ktorý sa rýchlo mení, je to tragédia. Trestu by sa v normálnej spoločnosti nemala báť domáca pani, ktorá si dovoľí predávať okoloidúcim polievku bez živnosti, účtovníčky a bez znalosti množstva pravidiel regulujúcich prevádzkovanie zariadenia spoločného stravovania. Báť by sa mal lobista veľkej firmy, ktorý používa európsky legislatívny proces ako nástroj na konkurenčný boj a cez smernice sa chráni pred konkurenciou zo strany malých alebo zahraničných firiem. Treba trestať podnikavcov, nie podnikateľov. Politik a jeho regulátor robia chyby. Úradníci za niektoré prešľapy dostanú od regulovaných subjektov navyše dobre zaplatené. Aby sme sa tomu bránili, treba obmedziť pôsobnosť a regulačné právomoci úradníkov, čo najviac ich decentralizovať. Aby nemuseli písať všetci modrým perom. Aby prípadné chybné alebo vylobované rozhodnutie v Bruseli nepostihlo životy stoviek miliónov ľudí, ale iba obmedzenej komunity, ktorá zaváhanie dopustila. Z centra by sa nemali vynucovať „správne“ postupy pre všetkých, bez ohľadu na lokálne špecifiká. Prosperitu a stabilitu únie prináša zdravá konkurencia riešení čerpajúca z bohatstva európskej rôznorodosti. Decentralizácia zabezpečí okrem poistenia proti plošným dosahom zásadných omylov jednotlivcov aj prijímanie rozhodnutí na základe lepšej znalosti lokálnych pomerov. A najmä rýchlejšiu spätnú väzbu od ekonomického prostredia. Z byrokratického centra dusiaceho súkromnú aktivitu a inovácie v správe vecí verejných by sa mala Európska únia transformovať na zoskupenie s intenzívnym obchodom, otvorenou migráciou a viacúrovňovou dobrovoľnou spoluprácou prepojených krajín.

V takejto únii by bola radosť podnikáť a zamestnávať. Nová Európa by nemala byť zahľadená sama do seba a mala by byť otvorená aj obchodu, kapitálu a prácechtivým ľuďom zo zvyšku sveta, ktorí nemali toľko šťastia, aby sa narodili na tej správnej strane schengenskej hranice.

### **Kedy z integračného bicykla radšej spadnúť - transformácia eurozóny na dobrovoľnú menovú úniu vzájomného rešpektu a individuálneho ručenia**

Čo však s eurom? Pre ideológa, ktorý ženie Európu k neustále užšej integrácii, harmonizácii a centralizácii, je každé spomalenie integrácie, či dokonca vycúvanie z nepodarených krokov nepredstaviteľné. Eurobyrokrati v snahe vyvolať zdanie metafyzickej nutnosti centralizácie moci v Európe s obľubou používajú metaforu s bicyklom. Tak ako pri bicyklovaní aj v európskych záležitostiach je údajne nutné neustále šliapať do pedálov, udržiavať točiace sa kolesá a pohyb vpred, aby sme z bicykla nespadli. Bicykel je však iba dopravný prostriedok a dôležité je, kam nás viez. Niekedy je lepšie z bicykla spadnúť, a to aj za cenu oškretého kolena. Najmä keď sa na ňom rútime smerom k útesu. Menová únia, kde existuje spoločná garancia dlhov, no neexistuje mechanizmus, ako zabrániť členom zneužívať spoločné zlé peniaze nezodpovednou fiškálnou politikou, je nestabilným, ekonomicky a politicky nebezpečným prostredím, z ktorého treba vycúvať. Nevolám po exhumácii slovenskej koruny a zmŕtvychvstaní ostatných národných mien. Koruna bola zlá a malá mena, ktorú počas jej života zneužívala domáca politická trieda. Korunovou nostalgiou netrpím. Malé národné meny s plávajúcimi kurzami sú navyše drahé a menový nacionalizmus prináša významné ekonomické náklady.<sup>855</sup> Nezmyselne prepájajú osudy podnikateľov na území platnosti danej meny a nútia ich k zbytočným zmenám v produkcii a cenovej politike. Cez spoločnú menu, jej výkyvy voči zahraničným menám ovplyvňuje exportný úspech či investície v jednom odvetví náklady a výnosy zo zahraničného obchodu v inej oblasti ekonomiky. Nezodpovedná fiškálna politika štátu môže navyše o pár rokov, cez oslabenie meny, ochudobniť sporiteľov a zdražiť importované vstupy. Keď už to euro vzniklo, bola by škoda vyhodiť ho do koša.

### **Náklady menového nacionalizmu - švajčiarske pokrízové lekcie**

*Nevýhody menového nacionalizmu si na vlastnej koži vyskúšali Švajčiari. Po vypuknutí eurokrízy vzrástla neodolateľnosť ich franku pre úspory z celej Európy či zvyšku sveta. Frank predsta-*

voval jeden z bezpečných prístavov pre krízou vyplašené úspory. Švajčiarsko ako neutrálna krajina mimo Európskej únie s vyspelou ekonomikou, silnou bankovou tradíciou a historicky konzervatívnym prístupom k menovej politike bolo minimálne takou príťažlivou destináciou ako USA. Švajčiarska mena bola ešte do roku 2000 prepojená na zlato požiadavkou na centrálnu banku držať 40% zlaté rezervy voči papierovým frankom. Degradácia týchto peňazí infláciou prebiehala výrazne pomalšie ako u iných zlých peňazí. Vo Švajčiarsku majú účty ruskí zbohatlíci, majiteľ IKEA, Michael Schumacher, ale i mnohí zlodeji zo slovenskej politickej triedy. I keď niektorí z nich to už oľutovali, keďže švajčiarska dôslednosť v snahe zabrániť prísunom čiernych peňazí mafiánov, už viedla k otvoreniu nejednej kauzy rozkrádania peňazí slovenských daňových poplatníkov.<sup>856</sup> V roku 2011 boli mnohí aktéri na trhu presvedčení o blízkosti kolapsu európskeho bankového systému, čo viedlo k exponenciálnemu nárastu dopytu po bezpečných aktívach. Migrácia peňazí do tejto alpskej krajiny bola taká intenzívna, že napríklad zúfalý taliansky štát sa snažil obmedziť únik vkladov talianskych občanov vyslaním policajtov v civile do susednej krajiny, ktorí mali hliadkovať pred švajčiarskymi bankami a pochytať talianskych občanov, ktorí ignorovali zákaz vývozu peňazí. Švajčiarsky prístav je síce bezpečný, no extrémne malý v porovnaní s objemom finančného kapitálu lietajúceho po celom svete. Ponuka kotevných miest je obmedzená. Intenzívny celosvetový dopyt viedol k rýchlemu rastu hodnoty franku voči ostatným svetovým menám. Za necelé dva roky od vypuknutia eurokrízy frank posilnil voči euru o neuveriteľných 45%, z 1,51 koncom roka 2009 až na 1,06 eura za jeden frank v auguste 2011. Teraz si predstavte, že ste švajčiarsky podnikateľ, ktorý väčšinu svojej domácej produkcie predáva na zahraničných trhoch Európskej únie. Bez toho, že by ste sami čokoľvek pobabrali, vám neschopnosť európskych politikov riešiť spôsobené problémy predražila produkty o polovicu. Ak vás to rovno nezabije, isto vám to zožerie veľkú časť zisku. Silný frank nepotešil turistický ruch, výrobcov čokolády či syrov. Áno, švajčiarski čistí importéri alebo sporitelia na hypersilnom franku zarobili. No to nemení nič na fakte, že bez toho, že sa zmenili preferencie spotrebiteľov alebo možnosti producentov, muselo vďaka plávajúcim kurzom dôjsť len na základe výkyvov v relatívnych cenách mien k zásadným zmenám produkčnej štruktúry nielen švajčiarskej ekonomiky. Hotely museli prepustiť ľudí a nejedna krava Milka skončila v klobáse alebo v mačacej konzerve. Ak sa mena po prehrmení finančnej búrky opäť oslabí, všetko treba vrátiť späť. Ako v monetár-



*nom blázinci. Finančný systém a jeho fungovanie priamo ovplyvňuje podnikanie všetkých sektorov v ekonomike, keďže jeho nekvalitný produkt vo forme zlých peňazí je v každej obchodnej transakcii.*

*Švajčiarsky frank neplnil čisto funkciu prostriedku výmeny. Vďaka problémom ostatných vyspelých krajín a relatívne zodpovednej monetárnej a fiškálnej politike sa transformoval na aktívum, v ktorom sporil celý svet. Kým bude externý, netransakčný dopyt pretrvávajúť, môže ho švajčiarska centrálna banka tlačiť bez toho, že by sa musela obávať ekvivalentného domáceho rastu cien. Väčšina z novovytvorených frankov skončí pod zahraničným vankúšom, a nebudú pôsobiť na ceny tovarov a statkov v ekonomike. Táto pozícia má aj výhody. Švajčiarsko môže podobne ako USA, akurát v o niečo menšej miere, tvoriť takmer zadarmo franky a za ne nakupovať statky alebo aktíva. Emitent rezervnej meny z takéhoto externého dopytu tlmiaceho inflačný trest profituje. Dvere na švajčiarskej centrálnej banke vykopli exportní lobisti koncom leta 2011. Vtedy sa švajčiarska centrálna banka rozhodla, že frank viac nepustí pod hranicu 1,2 voči euru. Aby k tomu nedošlo, vytvorí akékoľvek množstvo nových frankov potrebné na jeho oslabenie pod tento strop. V rámci nasledujúcich intervencií následne nakupovala euro, dlhopisy krajín eurozóny, ale aj rôzne akcie na svetových kapitálových trhoch. Švajčiarska centrálna banka bola určitý čas napríklad 5-percentným akcionárom Nokie.*

---

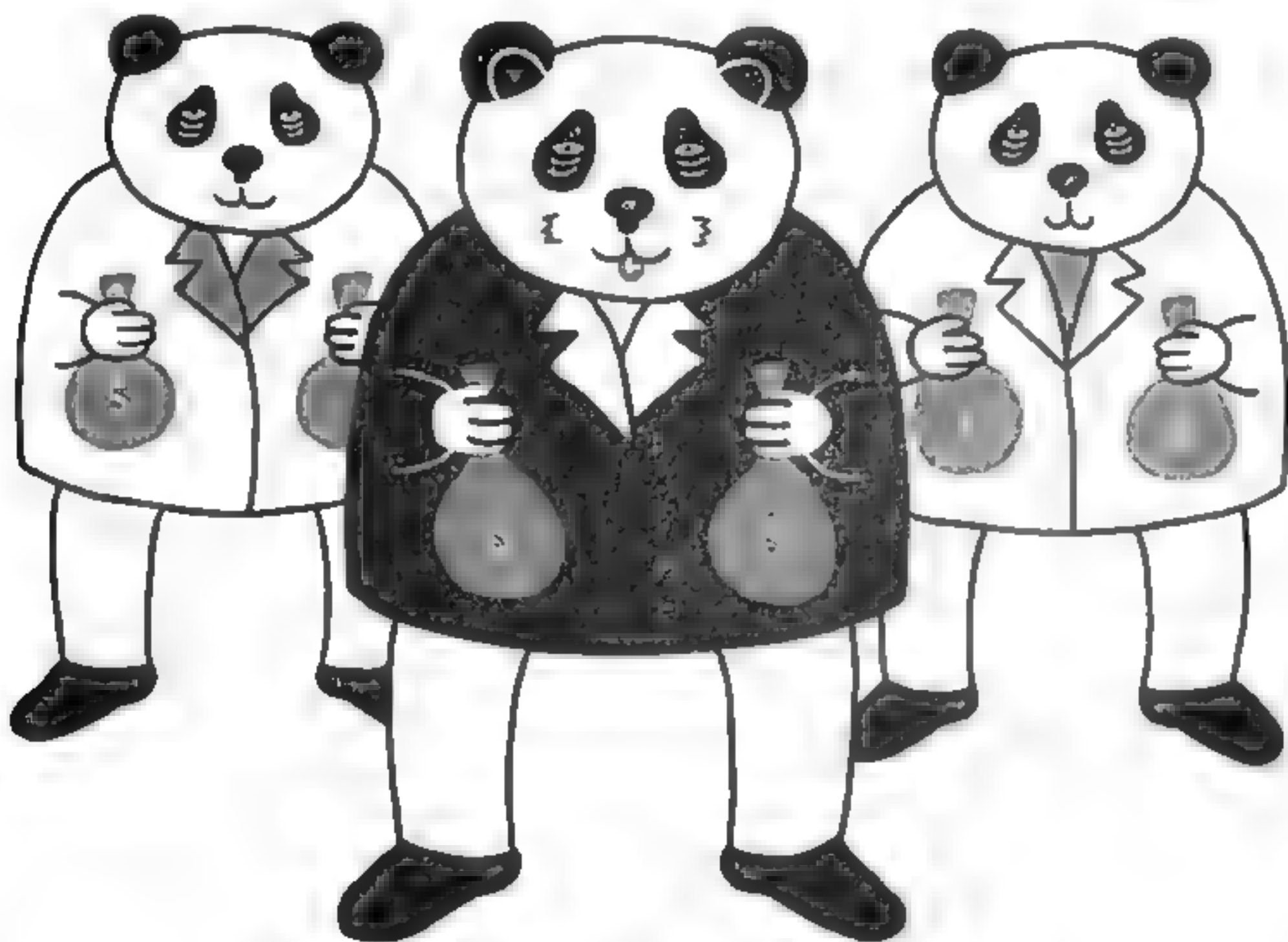
Treba skúsiť spoločnú menu opraviť. Kľúčom k riešeniu problému európskej menovej únie spočívajúceho v spoločnej menovej špajze je zrušenie dlhovej garancie a odvolanie sľubov nakupovať dlhopisy členských štátov v problémoch. A medzi dlhopismi členských krajín členmi treba rozlišovať. Diskontovanie dlhopisov pri ich akceptovaní v refinančných obchodoch centrálnou bankou na základe trhových cien by malo odstrániť dotovanie úrokov slabších členov. Rozdielne úroky v rámci menovej únie nie sú chybou menovej únie, ktorú treba vyliečiť záplavou nových eur, ale prejavom zdravého fungovania trhu, ktorý rozlišuje medzi fiškálnymi politikami a silou ekonomiky jednotlivých krajín. A bez možnosti defaultu člena menovej únie euro dlhodobo nemá šancu na prežitie. Ani to však nestačí. Na vytvorenie silnej a stabilnej európskej meny treba, aby ju do tejto pozície neustále tlačila konkurencia. To sa dá dosiahnuť iba zavedením dobrovoľnej voľby meny pre obyvateľov, firmy a banky Európskej únie. Európska centrálna banka by produkovala a spravovala menu, ktorú by Európania mohli, ale nemuseli používať. Napriek tomu, že už dnes niektoré členské krajiny na formálnu povinnosť člena únie zaviesť euro kašlú, bude taká reforma pre európsku byrokra-

ciu neprekonateľnou prekážkou. S individuálnou voľbou európskych obyvateľov, podnikateľov a investorov centrálni plánovači v Bruseli a politickí lídri jednoducho nikdy nepočítali. Otvorená konkurencia zo strany iných svetových mien a spotrebiteľská voľba používanej meny by bola silou neustále tlačiacou na skvalitnenie spoločnej meny. Keď ekonómovia hovoria o probléme „nemožnej trojice“, to jest ako udržať nezávislú monetárnu politiku, pevný kurz a voľný pohyb kapitálu súčasne, obyčajne nespomenú, že ide o trilemu iba v prípade menovej únie z donútenia, nie z lásky. Fiškálna harmonizácia nie je nutnosťou, ak menová únia vznikla na dobrovoľnom základe. Keďže pobyt v nej je dobrovoľný, je vylúčené, aby nejaký člen vydieral zvyšok únie svojím nezodpovedným správaním vo fiškálnej politike. *„Existujú dva druhy menových únií. Ten prvý je postavený na jednotných peniazoch zavedených centrálnou autoritou. Takáto menová únia vyžaduje centralizovanú politickú moc... Druhá forma, monetárnej únie vzniká dobrovoľnými rozhodnutiami jednotlivcov používať prevažne jednu z viacerých alternatívnych mien. Tento druhý model nevyžaduje centralizáciu politickej moci a je lepším spôsobom na dosiahnutie toho, aby bola dodržiavaná monetárna disciplína,“* hovorí ekonóm Pedro Schwartz.<sup>857</sup> Vystúpenie člena z dobrovoľnej menovej únie by vzhľadom na absenciu vzájomného ručenia malo iba limitovaný dosah na ostatných členov. Absencia poslušnej centrálnej banky v podobe veriteľa poslednej inštalácie by zas viedla k obozretnejšiemu podnikaniu bánk a konzervatívnejšiemu prístupu k finančnej páke a primeranej miere vlastného kapitálu. Príkladom takýchto dobrovoľných menových únií sú oficiálne alebo neoficiálne dolarizované a od USA samostatné krajiny ako napríklad Ekvádor. Americká centrálna banka, ani americká vláda nemala žiadny vplyv na rozhodnutie tejto krajiny využívať americký dolár ako svoju menu. Spojené štáty americké rovnako nie sú žiadnym spôsobom zodpovedné za makroekonomické podmienky v tejto krajine. Rozhodnutie krajiny vystúpiť z tejto neformálnej menovej únie bude asi takou zásadnou správou pre Ameriku, ako bola zásadnou správou o jej vstúpení. Nemôže ohroziť fungovanie dolára ani amerického finančného systému.<sup>858</sup> Príklady dobrovoľných menových únií existujú aj v samotnej Európe. Euro unilaterálne, dobrovoľne a bez toho, že by boli oficiálnymi členmi menovej únie, zaviedli miništáty ako Andorra, Monako, Vatikán, San Marino, Kosovo či Čierna Hora.

## Otvorenie lovu na finančné pandy – návrat ku kapitalizmu aj pre bohatých

*„Bez veľkých bánk by bol socializmus nemožný. Veľké banky sú „štátnym aparátom“, ktorý potrebujeme na zavedenie socializmu a ktorý hotový preberieme z kapitalizmu,“*  
~ vyhlásil Vladimír Iljič Lenin, krátko pred októbrovou revolúciou v Rusku<sup>859</sup>

Francesch Castello mal smolu. Ako katalánsky bankár podnikal v období, keď regulátor bral vážne neschopnosť bankárov dostať svojim splatným záväzkom a uspokojiť všetkých vkladateľov. V roku 1360 ho v súlade s platnou legislatívou zošli priamo pred jeho „bankou“ – pultom, pri ktorom poskytoval svoje služby. Takýto osud čakal bankára, ktorý nebol schopný vyplatiť všetky splatné záväzky, lebo operoval s frakčnými rezervami. Podľa lokálneho zákona z roku 1321 boli takíto bankári vyhlásení za zbankrotovaných. Ak sa im nepodarilo uspokojiť veriteľov ani do jedného roku od bankrotu, upadli do verejnej hanby. Túto skutočnosť mestskí vyvolávači rozhlásili naprieč Katalánskom. Následne bol bankár pred svojím pultom popravený, jeho majetok rozpredaný a z výnosov uhradené zostávajúce záväzky.<sup>860</sup>



Dnes je to inak. Štátny monopol na vymáhanie práv už ide po bankároch opatrnejšie. Finančný sektor vo vyspelých krajinách postupne prerástol ako huba svojimi dlhými výhonkami celú politickú triedu. Štátna centrálna banka chráni na frakčných rezervách podnikajúce banky pred hrozbou nedostatku zdrojov, banky zas ochotne nakupujú štátny dlh a úverovaním podporujú politikov a ich projekty. Cez ovplyvňovanie politikov a ich úradníkov majú mnohí bankári prístup k verejným zdrojom a pokoj od vyšetrovateľov, prokurátorov a súdov. Niekde štát banky rovno prebral. V roku 1996 až 40% svetového bankového sektora vlastnili alebo priamo riadili štáty. Špeciálny prístup viedol k tomu, že bankári poľavili v zodpovednosti a popustili uzdy akceptovanému riziku. Po mylnom roz-



hodnutí o použití peňazí veriteľov im už dávno nehrozí strata majetku, vyplatených príjmov, trofejných žien či nebodaj slobody. Finančníci, ktorí priviedli svoje inštitúcie na pokraj bankrotu, nemusia predávať svoje vily, zbierky luxusných áut, aby uspokojili veriteľov. Po krátkom čase sa zabudne aj na škvrnu na ich povesti. Takéto zriadenie má ďaleko od kapitalizmu, v ktorom má vlastník nielen právo na zisk, ale aj povinnosť uhradiť straty. Takúto symbiózu štátu a vybraných súkromných firiem možno nazvať korporativizmom. Ochrana existujúcich firiem pred bankrotom bráni čisteniu sektora a bráni vzniku nových, zodpovedných, inovujúcich subjektov, ktoré by mohli zrútením existujúcich gigantov získať ich trhové podiely. Za toto privilegované postavenie finančného sektora platí vyspelý svet nižším hospodárskym rastom.<sup>861</sup> Bankárov treba konečne vyčiarknuť zo zoznamu štátom chránených podnikateľov. Banky sú pre ekonomiku príliš dôležité na to, aby ich zneužívala politická trieda.

### Návrat k časom overeným tradíciám    ručenie vlastníkov alebo viac kapitálu

Ešte v 19. storočí bankári ručili vo svojom podnikaní celým svojím majetkom. V USA za straty ručili dokonca aj majitelia akcií bánk do výšky dvojnásobku ich nominálnej hodnoty.<sup>862</sup> Mali teda dvojnásobný záväzok. Jeden splatený v podobe nominálnej ceny držanej akcie, druhý nesplatený, podmienený konkurzom banky. Ak banka skrachovala, akcionári museli na uspokojenie pohľadávok veriteľov a vkladateľov v banke doplatiť peniaze vo výške ešte jednej nominálnej hodnoty akcie. To viedlo k tomu, že akcionári boli výrazne aktívnejší v kontrole podnikania banky, kontrole manažmentu a hlavne zatvárali problematické banky ešte predtým, než došlo k skutočnému bankrotu. Skorým ukončením stratového podnikania boli schopní zabrániť strate aj druhej platby za svoj podiel. Vkladatelia tak napriek krachom bánk v priebehu 19. storočia vo Veľkej Británii väčšinou získali späť celú svoju istinu vkladu.<sup>863</sup> Takzvaný útek dopredu, keď bankár nečaká v snahe predísť ďalším stratám na bankrot, ale banku preventívne zavrie, je dnes ojedinelým javom. Po kríze ho predviedla najstaršia švajčiarska banka Privatbank Wegetlin založená ešte v roku 1741. Nebola to náhoda, jej majitelia ešte ručili vlastným majetkom. Po hroziacich stratách vyplývajúcich zo sporov s americkou administratívou a po žalobe z dôvodu napomáhania obchádzaniu daní sa rozhodli z bankového biznisu v predstihu pred ich vznikom vystúpiť.<sup>864</sup>

Keď vlastníci banky za nič neručia, sú v prípade vysokých strát, po ktorých klesne cena akcií, naopak motivovaní v podnikaní pokračovať a robiť ešte rizikovejšie špekulácie s potenciálom vysokých ziskov, no zároveň masívnych strát. Nemôžu stratiť viac, ako už stratili na cene akcií. Už pred poklesom ich ceny predstavoval vlastný kapitál len drobný zlomok na celkových aktívach, o ktorých investovaní

rozhodujú vlastníci prostredníctvom manažmentu. Aby mohli ďalšie transakcie realizovať, musia až do posledného výdychu usilovne predstierať solventnosť. Podiely v banke sa v rukách vlastníkov menia na rizikové opcie, ktoré so sebou nesú nízku pravdepodobnosť vysokého zisku spolu s vysokou pravdepodobnosťou straty, ktorú už však nenesú oni. V kríze často spomínaný problém medzi nesúlalom motivácií majiteľov a manažérov banky sa kedysi snažil riešiť inštitút zábezpeky v podobne dlhopisu viazaného na finančnú výkonnosť banky. Finančný riaditeľ a ostatní vrcholní predstavitelia banky museli zložiť niekoľkoročný plat ako záruku, ktorá prepadla v prípade, že sa banke prestalo dariť. Žiadne zlaté padáky ako dnes. V súčasnosti nepredstaviteľným je aj fakt, že budúci plat musel zložiť aj regulátor, ktorý mal na starosti finančnú inštitúciu. Aj on tak bol motivovaný na to, aby sledoval pôsobenie a finančné zdravie banky. Ak by prišiel Ben Bernanke v kríze o niekoľkoročný plat za to, že dlhodobo ignoroval varovné signály, krízu by to síce nevyriešilo, no aspoň by to bolo o niečo spravodlivejšie.

### **Pre štátneho regulátora je finančná páka banky 1:71 fajn**

*Ako fungujú pravidlá regulujúce kapitálovú primeranosť bánk, možno ilustrovať na tretej najväčšej francúzskej banke, Credit Agricole. Tento európsky bankový gigant podľa pravidiel Basel II dosiahol k 30. septembru 2012 kapitálovú primeranosť (tzv. Core Tier 1 Ratio) 11,3%.<sup>865</sup> K zdanlivo vysokému percentu sa dá dopočítať iba vtedy, ak regulátor aplikuje na aktíva rôzne arbitrárne rizikové váhy. Čím nižšia rizikovosť aktív, tým nižšia váha, tým nižšie číslo v menovateli, a tým vyšší výsledný pomer. Štátne dlhopisy predĺžených krajín eurozóny sú podľa regulátora bezrizikovým aktívom, preto majú nulovú váhu a z výpočtu zmiznú. Celkové aktíva 1 900 miliárd eur sa ako zázrakom vo výpočte kapitálovej primeranosti scvrknú na 298 miliárd eur.<sup>866</sup> Znamená to, že regulátor až 84% aktív banky považoval za bezrizikové. Vďaka tomu množstvo vlastného kapitálu, na ktorom stála táto obrátená pyramída, zrazu nevyzerá až tak desivo malé. Ak si však spravíme prepočet skutočného vlastného kapitálu (očisteného o nehmotné hodnoty, ako je Goodwill) oproti celkovým aktívam, zistíme, že banka ho drží iba 1,4%. Alebo inak, vlastníci majú v hre len 1,4 eura na každých 100 eur aktív, o ktorých použití rozhodujú, a ktorých stratu riskujú. Čo i len 2% strata na aktívach vyčerpá celý vlastný kapitál banky a zatne sekeru do veriteľov, čo v dnešnom systéme znamená prevažne peniaze daňových poplatníkov. Súčasná štátna regulácia bánk je výsmechom zodpovedného podnikania.*

## viac kapitálu v bankách – nižšia prosperita?

Požiadavka, aby finančníci ručili za svoje rozhodnutia aspoň sčasti aj svojím majetkom alebo minimálne boli donútení držať v bankách výrazne viac vlastného kapitálu, je dnes, v prostredí štátom garantovaného bankového podnikania, považovaná za extrémizmus ohrozujúci fungovanie modernej spoločnosti. Argumentom proti má byť následný nedostatok úverov a vysoké úroky. Požiadavky na vlastný kapitál však nehovoria, koľko má byť úverov. Len to, aký má byť mix zdrojov veriteľov a vlastníkov, ktoré ich financujú. Ak sú úver alebo investícia natoľko rizikové, že by bankár na ne neriskoval vlastné peniaze, tak by vôbec nemali byť uskutočnené, nieto ešte aby na ne boli použité peniaze z bežných účtov nič netušiacich vkladateľov. Viac rizika neznamena automaticky viac ekonomického rastu či vyššie bohatstvo spoločnosti. Aj pri riziku existuje optimálna úroveň, ktorej prekročenie škodí. Ignorovanie dnešného vysokého rizika v systéme vedie k pomýleným obavám niektorých ekonómov, že zníženie návratnosti kapitálu bankárov negatívne ovplyvní blahobyt spoločnosti. Vysokú návratnosť kapitálu v súčasnom systéme nemožno porovnávať s návratnosťou v prípade, že by bankári na svoje podnikanie využívali menej cudzích zdrojov. Na to, aby sme tieto miery mohli porovnať, je najprv nutné potenciálny výnos upraviť o riziko. S cudzími zdrojmi sa dá dosiahnuť výrazne vyšší zisk, no zároveň hrozí aj veľká strata. Dvadsaťpercentný výnos s obrovskou pákou môže byť menej ako 5-percentný výnos bez akejkoľvek páky. Preto nie je dôležitá výška maximálneho zisku, ale dlhodobá návratnosť upravená o riziko výkyvov. Bankári dnes toto riziko prepadu prehadzujú na spoločnosť, vďaka záchrane zo strany štátu a jeho centrálnej banky.

Je ťažké hľadať ekonomické argumenty proti úprave pravidiel v bankovníctve tak, aby boli bankári nútení pokryť väčšiu časť nákladov svojho podnikania. Vyššie náklady spojené s úverovaním a investíciami by upravili úverovanie bánk tak, aby zodpovedala ekonomickej realite a tomu, čo je spoločensky žiaduce. Viac úverov nie je to isté ako viac ekonomického rastu. Španielska bublina v nehnuteľnostiach alebo grécka vo verejných výdavkoch ukázali, že to môže byť presne naopak. Pre bohatstvo spoločnosti nie je dôležitý absolútny objem úverov vyjadrených v peňažných jednotkách, ale použitie reálneho kapitálu v ekonomike. Teda kto a ako využije existujúce žetóny na umiestnenie dostupného reálneho kapitálu a výrobných faktorov v rámci produkčnej štruktúry. Úverová expanzia vyvolaná pribudnutím zlých peňazí do systému efektívnu alokáciu kapitálu naopak narúša. Empíria poklesu dostupnosti úverov v prípade, že bankári platia za svoje chyby prevažne svojimi peniazmi, chýba. Británia počas bankovníctva s neobmedzeným ručením v 19. storočí nerušene pokračovala v raste na svetovú veľmoc a celosvetového exportéra kapitálu. Napriek neobmedzenému ručeniu bankárov klesli úroky na úvery v niektorých obdobiach 19. storočia až na 2%.

Rozšírené ručenie bankárov za straty by pravdepodobne viedlo k väčšiemu



množstvu menších bánk, čím by sme vyriešili problém, keď je celá spoločnosť rukojemníkom bánk „príliš veľkých na to, aby padli“. To automaticky neznamená koniec financovania obrovských projektov. Syndikované úvery tento problém riešia, navyše pri nich dochádza k rozloženiu rizika na viac subjektov, čo znižuje potenciál katastrofy pre verejné financie v prípade zlyhania.

### Dalo sa aj inak – prečistenie trhu zánikom nesolventných subjektov

*„Hlavná paralela (knihy) Veľký krach 1929 k veľkej kríze z roku 2008 určite spočíva v tom, že v oboch prípadoch vláda dobre vedela, čo má urobiť. A v oboch prípadoch to odmietla spraviť. Pár prísnych slov zhora, zvýšenie základnej úrokovej sadzby, rázne vyšetrenie existujúcich pyramídových schém v lete 1929 a domček z karát na Wall Street by sa zrútil ešte predtým, než by jeho pád zapríčinil zničenie celej ekonomiky,“* napísal<sup>867</sup> v predslove nového vydania knihy Veľký krach, 1929 Johna Kennetha Galbraitha jeho syn, ekonóm James K. Galbraith. To sa však nestalo. Následky potvrdenia štátnej podpory existencie veľkých finančných subjektov budú niešť vyspelé ekonomiky celé dekády. Štátna ochrana dospela do absurdného stavu, keď štátni regulátori zostavujú a zverejňujú zoznamy bánk, ktoré sú príliš veľké a pre systém príliš dôležité na to, aby padli.<sup>868</sup>

Daňoví poplatníci nemôžu dotovať bankárov s 10-miliónovými ročnými platmi.<sup>869</sup> Od začiatku krízy sa zachraňovala takmer každá nesolventná banka, pritom pre ozdravenie ekonomiky ich bolo treba naopak likvidovať. Banky príliš veľké na to, aby padli, sa ešte viac nafúkli a nedošlo k prečisteniu sektora od nesolventných finančných čiernych dier, požierajúcich kapitál zvyšku ekonomiky. Čo by sa však stalo, keby sa zajtra ľudia, podniky a nemocnice nedostali k svojim peniazom pre zlyhanie celého bankového systému po kolapse nejakej z veľkých bánk? Tak znela hrozba, ktorou politická trieda s finančníkmi vydierali daňových poplatníkov. V USA to bolo jednoduchšie. Banky, v ktorých mali peniaze obyčajní ľudia, neboli na začiatku finančnej krízy v priamom ohrození. Beh prebiehal na veľké investičné banky špekulujúce s komplexnými finančnými produktmi. Tam mohol byť regulátor výrazne selektívnejší v pomoci a za premostovacie úvery pýtať penalizačné úroky. Priama pomoc smerujúca do kapitálu banky z verejných financií alebo skupovanie postihnutých finančných aktív za netrhové ceny mali byť podmienené prebratím kontroly a následnou reprivatizáciou zachraňovaného subjektu. Počas obdobia zrýchlených bankrotov, transformácie veriteľov na vlastníkov, likvidácií a predajov by finančný systém garanciami úvermi mohla stabilizovať centrálna banka. Banky sú na fungovanie ekonomiky extrémne dôležité. Ekonomike je však jedno, či funkciu sprostredkovateľa úspor budú robiť dnešné alebo zajtrajšie, ktoré vzniknú okamžite pri likvidácii starých. Reštrukturalizácia, prípadne bankrot by boli iba formálnou realizáciou chybných rozhodnutí

spravených v minulosti. Ak dôjde k odpísaniu straty a likvidácii aktív jedným subjektom, obyčajne musia straty odpísať aj mnohé ďalšie, ktorých podnikanie s nimi súvisí. Reštrukturalizácie sa tak často dejú vo vlnách. Táto vlna sa dá odložiť umelou záchranou neziskových projektov cez výdavky z verejných financií alebo umelým znižovaním úrokov. Ide však o neproduktívne plytvanie vzácnymi zdrojmi. A odkladanie kreatívnej deštrukcie ochudobňuje spoločnosť. Štát sa počas krízy správal ako pomätený bohatý strýko. Predstavte si, že ste investičný riaditeľ private equity fondu a rozhodli ste sa investovať do firmy vo vážnych finančných problémoch. Napriek vstupu vašich spasiteľských peňazí do podniku však nepreberiete kontrolu a nevymeníte staré vedenie. Nielenže necháte vo svojich pozíciách ľudí, ktorí spoločnosť do nepriaznivej situácie voviedli, ale ešte im umožníte aj vyplácanie štedrých odmien. Dlho by ste si zamestnanie neudržali. Keď to isté spravili v kríze úradníci zodpovední za štátnu reguláciu, dočkali sa chválospevu o tom, ako geniálne odvrátili hroziacu katastrofu.

## Európske bankotrasenie

V Európe by to bolo dramatickejšie. Komerčné banky sú tu omnoho väčšie a dôležitejšie na financovanie podnikovej sféry. Vo finančných systémoch majú kľúčové postavenie a sú prepojenejšie. Likvidácia nesolventných subjektov by preto vyvolala množstvo vedľajších efektov a potrebu rekapitalizácie viacerých zvyšných bánk. To však neznamená, že čistenie sektora nebolo možné. Namiesto zostrojovania eurovalov a nepriameho úverovania krajín cez nákupy dlhopisov zo strany ECB sa malo pristúpiť k razantnej a rýchlej čistke v bankovom sektore. Počas obdobia, v ktorom by národné centrálné banky prebrali problematiku subjektov do nútenej správy či v zrýchlených konaniach likvidovali neživotaschopné banky, mohla ECB zabezpečovať fungovanie systému poskytovaním likvidity na medzibankovom trhu a garantovaním vkladov obyvateľstva na toto prechodné obdobie. Systematicky dôležité banky mohli štáty prebrať počas vrcholenia krízy za minimálne ceny. Dosadení úradníci mali zastaviť vyplácanie nezaslúžených odmien a vykonať očistenie súvah, transformáciu časti veriteľov na vlastníkov a následne štátne podiely predať súkromnému sektoru. Bolo by to výrazne lacnejšie ako postupné rekapitalizácie z verejných financií, z ktorých stovky miliónov utiekli na odmeny a hlúpe stávky neschopných manažmentov. Daňoví poplatníci dali od roku 2008 do roku 2012 do bánk eurozóny kapitálové injekcie vo výške 225 miliárd eur, čiže takmer 700 eur na každého obyvateľa. To je o štvrtinu viac, než sa podarilo bankám získať nového kapitálu od súkromníkov.<sup>870</sup> Postupné znižovanie zadlženia bánk, vzhľadom na regulačné pravidlá a nedostatok vlastného kapitálu, ovplyvňovalo celosvetovú ekonomiku. Finančná páka, s ktorou európske banky pracujú, napriek procesu oddlžovania klesla z 34 na 24. Znamená

to, že aktíva, ktoré banky držia, sú už „len“ 24-násobkom ich kapitálu. Kým v roku 2008 stačil 3% pokles ceny ich aktív na to, aby banky prišli o všetok vlastný kapitál, v roku 2012 to bolo už 4,2%.



### **Internalizácia nákladov podnikania finančných inštitúcií – namiesto Bail Out – Bail In**

*Banky sa pri svojom podnikaní spoliehajú na peniaze daňových poplatníkov. Nenesú preto celé náklady svojich zlých rozhodnutí alebo príliš rizikových investícií. Sú ako jadrová elektráreň, ktorá šetrí na produkcii elektriny tým, že namiesto drahého skladovania jadrový odpad zahrabe v štátnom národnom parku. Negatívna externalita v podobe prehodenia nákladov katastrofických chýb na daňových poplatníkov vedie k nadbytku príliš rizikových investícií vo finančnom systéme. Riešením, ako dospieť k optimálnej úrovni rizika vo finančnom systéme, je spätná internalizácia týchto nákladov. Činnosť životaschopnej, no stratami zasiahnutej banky bez nutnosti jej okamžitej likvidácie možno zabezpečiť aj bez poskytnutia bianko šeku tamojšiemu manažmentu od daňových poplatníkov. Riešením je takzvaný Bail In, čiže použitie záväzkov banky pri doplnení jej vlastného kapitálu v rámci reštrukturalizácie.<sup>871</sup> Namiesto daňových poplatníkov riziko spojené s neistou budúcnosťou banky ponesú jej veritelia, ktorí financovaním umožňovali celé investičné dobrodružstvo. Vymenovaná rezolučná autorita mala časť prioritných akcií a podriadeného, podľa potreby aj senior dlhu banky, použiť na odpísanie existujúcej straty a premenu na vlastný kapitál. Z veriteľov by sa stali sčasti noví akcionári banky zodpovední za jej ďalší osud. Odstránila by sa potreba predávať aktíva v čase, keď chýba dostatok odvážnych investorov s voľnými zdrojmi. Aj senior dlh by sa tak stal podriadeným voči garantovaným vkladom obyvateľstva, na ktoré by sa Bail-In nevzťahoval. Na rozdiel od súčasnosti, keď sú vklady vo väčšine jurisdikcií na rovnakej úrovni (pari passu) so senior dlhom. Ostatná hierarchia záväzkov by sa pri tomto procese čistenia bánk zachovala. Prípadné straty z likvidácie problematických aktív by sa nerozdelili rovnomerne medzi všetkých veriteľov, ale absorbovali by ich najprv klasické akcie, potom junior dlh a až nakoniec senior dlhy. To by sa dalo zabezpečiť v prípade priamej transformácie dlhu na akcie rozličným konverzným kurzom dlhu na akcie alebo priamo prerozdelením straty z likvidácie problematických aktív. V prvom prípade by sa podiely pôvodných vlastníkov radikálne zriedili, v druhom by práve ony stáli v prvej línii*



*na uhradenie straty z likvidácie problematických aktív. Na novovzniknuté akcie by mali mať pôvodní vlastníci predkupné právo, čiže mala by byť zachovaná možnosť udržať si podiel v banke vykúpením bailed-in dlžníkov z celej transakcie. Kapacita banky absorbovať stratu by sa, a to bez nutnosti siahnuť do vrečka daňovými poplatníkmi, ktorí z biznisu banky priamo neprofitovali. Banka by po bail-ine naďalej pokračovala v normálnej prevádzke. Aby sa nestratila dôvera v životaschopnosť banky, jej prevádzku by počas tohto procesu poskytnutím likvidity umožnil veriteľ poslednej inštancie – centrálna banka výmenou za záruky v podobe aktív banky.*

Eurozóna znížením úrokov, odmietnutím bail-in postupu a prebratím strát do dlhov štátov proces čistenia bankového trhu zmrazila a natiahla ho už takmer na dekádu. Vinou monetárnej politiky úverov zadarmo sú v eurozóne vysoko likvidné, no stále nesolventné banky. Umelo nízke úroky a nafúknuté ceny štátnych dlhopisov vedú k odkladaniu neprijemných rozhodnutí a realizácie strát. V takto získanom čase banky predstierajú funkčnosť a dúfajú v to, že kvalita ich pohľadávok a aktív sa rozbehnutím ekonomiky sama postupne zlepší. Ide o stratégiu natáhať čas a predstierať, ktorú praktizovali niekoľko dekád japonské banky po prasknutí tamojších bublín v 90. rokoch. Namiesto toho, aby pracne hľadali úverovaniahodných klientov, nakupovali štátne dlhopisy, prípadne sa snažili predávať finančne negramotnému ľudu hypotéky alebo spotrebné úvery. Zo štátneho plytvania, spotreby na úver alebo drahých budov, kde ľudia spávajú, európska ekonomika neporastie.

## **Hrozba bankrotu ako jediná efektívna regulácia finančných inštitúcií**

Bývalí profesionálni hráči amerického futbalu trpia vysokým výskytom demencie a iných neurologických porúch.<sup>872</sup> Podľa predstaviteľov americkej Národnej futbalovej ligy každý tretí hráč môže po ukončení športovej kariéry očakávať vznik dlhodobých kognitívnych problémov, pričom tie sa objavujú vo výrazne mladšom veku, než je obvyklé pri bežnej populácii.<sup>873</sup> U hráčov klasického ragby je toto riziko výrazne nižšie. Nie napriek, ale vďaka tomu, že nemôžu nosiť chrániče a helmu. Umelá ochrana od bolesti pri nárazoch vedie k rastu ich intenzity. Z hráčov amerického futbalu spravili ochranné prvky veľké, rýchle strely s tvrdou hlavicou v podobe prilby. Výsledkom je menej drobných, viditeľných nehôd v podobe roztrhnutej pokožky, zakrvavenej tváre či karfiolových uší, no viac ťažších zranení s dlhodobými následkami. Pokus povoliť chrániče na plecia a helmy do ragby

viedol k podobným výsledkom.<sup>874</sup> Pribudlo vážnejších zranení a nečistej hry výstrojom, ktorú rozhodcovia nepostrehli. Preto ju bitkami následne trestali, rovnako ako v ľadovom hokeji, samotní hráči, čo viedlo k rastu ich frekvencie. Chrániče boli z dôvodu ochrany zdravia hráčov opäť zakázané.

Peltzmanov efekt, keď ľudia rizikovosť svojho správania aktívne prispôsobujú subjektívne vnímanému riziku, bol prvýkrát popísaný pri zavedení povinných bezpečnostných pásov v aute. Na prekvapenie mnohých vodiči začali zvýšený pocit bezpečia kompenzovať rizikovejšou jazdou. Podobné nezamýšľané dôsledky má aj garancia existencie veľkých bánk zo strany štátu a centrálnej banky. Pocit bezpečia, ktorý finančníkom prináša podpora štátu, kompenzujú rizikovejšími investíciami a menej zodpovedným správaním. Ani lepšia štátna regulácia neodstráni podstatu tohto problému. Politici a ich ekonómovia finančnému systému poriadne nerozumejú, preto je absurdné očakávať, že ho budú vedieť regulovať. *„Vývoj nových technológií na predaj a nákup rizika navyše umožnil mnohým bankám upustiť od tradičných úverových postupov spočívajúcich v poskytnutí a následnom držaní pôžičky v prospech aktívnejších stratégií... Banky tak majú dnes možnosť omnoho viac ako v minulosti manažovať a kontrolovať svoje dlžnícke a portfóliové koncentrácie, lehoty splatnosti, veľkosti úverov a môžu tak dokonca eliminovať problémové aktíva predtým, než tie vytvoria straty,”*<sup>875</sup> oslavoval dva roky pred kolapsom finančného systému Ben Bernanke rozmach finančných inovácií v podobe derivátov či sekuritizácie. Tie naopak zvýšili systematické riziko tým, že neprehľadne poprepájali osudy finančných inštitúcií a zamaskovali pred regulátorom reálne riziká ilúziou ich diverzifikácie. A keď aj regulátor náhodou vidí a zároveň rozumie, vzhľadom na vplyv politiky a finančníkov je z obáv o svoju budúcu kariéru motivovaný nič zásadné nespraviť.

Jediné, čo má potenciál skutočne tmiť rizikový apetít bankárov, je ich vlastný strach zo straty peňazí, postavenia a majetku. Je preto najvyšší čas bankárov vyzliecť z chráničov, a nechať ich tak ako ostatných podnikateľov hrať bez ochrany sponzorovanej daňovými poplatníkmi. Nech rovnako ako všetci ostatní v ekonomike na svojej koži pociťia následky svojho konania. To, že niektoré banky sú príliš veľké na to, aby padli, nie je dôvodom na ich ďalšiu ochranu, ale okamžité rozdelenie. Nútená správa s následným rozdelením a rozpredajom by sa mala vzťahovať na každú banku, ktorá bude vyžadovať pomoc z verejných financií. Ak nebudú krachovať jednotlivé banky, bude pravidelne krachovať celý bankový sektor.

## Cesta k dobrým peniazom – zlato, papier alebo elektróny?

Ani opätovné aplikovanie hrozby bankrotu na veľké subjekty pôsobiace vo finančnom sektore nevyrieši plejádu problémov vyvolaných štátnym peňažným monopolom, manipuláciou úrokov bankovým systémom postaveným na frakčných rezervách. Na to, aby sme zastavili maniodepresívny hospodársky cyklus a dostali späť pod kontrolu rozpínajúci sa štát, je potrebná reforma peňazí.

### Striebro a zlato – peniaze pre neveriacich

„Myslíte si, že zlato sú peniaze?“ Zatrolloval v rámci kola otázok pri prezentácii bankovej rady Fedu v americkom Kongrese v júli 2011 republikánsky prezident-ský kandidát Ron Paul. „Nie,“ odpovedal šéf Fedu. „Prečo ho majú centrálné banky v rezervách?“ nedal sa Paul. „Lebo je to forma rezerv.“ „Prečo potom nedržia diamanty?“ Bernanke sa na niekoľko sekúnd zamyslel. „Lebo je to tradícia. Dlhodobá tradícia.“

Vzácne kovy v podobe striebra a zlata vyhrali tisícročia trvajúci celosvetový tender spotrebiteľov na peniaze. Aj po monopolizovaní peňazí štátom a zrodením nekrytých, zlých peňazí s núteným obehom ľudia stále zlato a striebro dopytujú pre ich peňažné funkcie. Či sa to politikom a ekonómom páči alebo nie. Zlato je značka, ktorá má vďaka stoviek generácií dlhej histórii rádovo väčšiu a stabilnejšiu hodnotu, ako napríklad Coca-Cola. Je to Apple medzi menami. Takmer všetci na svete ho poznajú a vedia o tom, že je hodnotné. Nepotrebuje štátnu propagandu alebo drahú informačnú kampaň. Má obrovskú koordinačnú schopnosť v spoločnosti. Vzácne kovy sú preto stále extrémne likvidné a relatívne dobre uchovávajú hodnotu. Rímsky vojak podobnej hodnoty ako kapitán americkej armády dostával za cisára Augusta plat 38,58 unce zlata. Ak prepočítame ročný plat amerického kapitána o viac než 2000 rokov neskôr z dolárov späť na unce, vyjde nám 38,75.<sup>876 877</sup> Rovnako ako pred sto rokmi si aj dnes možno za uncu<sup>878</sup> zlata kúpiť na mieru šitý oblek, výlet cez Atlantik v ekonomickej triede, koňa alebo 30 fliaš kvalitnej whisky. Pri veľkých výkyvoch ceny vzácnych kovov na trhoch mnohí prehliadajú túto schopnosť zlata držať kúpnu silu v dlhodobom horizonte. Hodnota zlých papierových peňazí síce stabilne, no neustále padá. Zlato Američanom uchovalo kúpnu silu celé storočie, ceny v zlate dokonca klesli. Produkt, čo v roku 1820 stál 100 vtedy ešte zlatých amerických dolárov, zlacnel do roku 1913, keď produkciu meny v USA prebrala do rúk novovzniknutá štátna centrálna banka, na 63,02 dolára. Po plnom prebratí produkcie peňazí štátom to už však išlo s kúpnu silou mien dole vodou. Za 40 rokov od roku 1971, keď Richard Nixon zrušil akúkoľvek väzbu moderných zlých peňazí na zlato, stratili americký dolár, britská libra a meny, kto-



ré dnes tvoria euro, takmer 98% svojej hodnoty voči zlatu. Nezvyčajne dlhé krytie už spomínaného švajčiarskeho franku zlatom sa odrazilo na jeho výnimočnej sile medzi ostatnými zlými peniazmi. Voči zlatu stratil za toto obdobie iba 90% hodnoty. Očakávanie, že za gram zlata za 50 rokov kúpi ak nie viac, tak minimálne toľko statkov ako dnes, je jeden z dôvodov, prečo stále existuje po tomto kove peňažný dopyt. Zlato je výborným prostriedkom výmeny pre neveriacich. Kto akceptuje vo výmene za svoje statky alebo prácu zlé peniaze, musí mať vieru, že štát, ktorý ich vydáva, tu bude aj zajtra. Že bude schopný vybrať dostatok zdrojov od súkromného sektora na financovanie svojej existencie a vymáhanie donucovacieho monopolu na svojom území. Pri akceptovaní platby prevodom na účte okrem toho potrebuje veriť aj v prežitie banky, ktorá mu vedie účet. V jej finančné zdravie a stabilitu prostredia, ktoré v budúcnosti umožní takto získané prostriedky použiť na nákup statkov. Pri obchode, za ktorý sa platí vzácnymi kovmi, však žiadnu vieru v tretiu stranu netreba. Nie je nutné odhadovať fiškálnu zodpovednosť vlády alebo množstvo finančného odpadu na súvahe banky, ktorá vytvorila prevedené peniaze na účte. Zlatá minca nie je žiadnym príslubom, nie je ničím záväzok, ale sama osebe reálnym aktívom. Z týchto dôvodov je žiadaným platobným prostriedkom v obdobiach poklesu dôvery v spoločnosti, v časoch politickej a ekonomickej nestability, keď neexistuje dostatok informácií o rýchlo sa meniacom ekonomickom prostredí a je len ťažko možné predpovedať, čo sa stane v budúcnosti. Táto charakteristika robí zo zlata poistku proti zlým časom. Jeho hodnota a dopyt po ňom rastie v krízach, keď sa nezvykne dariť akciám, dlhopisom alebo menám. Napriek ukončeniu jeho oficiálnej peňažnej funkcie ho investori zahrňajú do svojich portfólií, dúfajúc, že zisky z rastu hodnoty vzácného kovu v zlých peniazoch čiastočne pokryjú straty na iných druhoch držaných aktív. Strednodobé výkyvy v cene zlata preto možno považovať za ukazovateľ dôvery trhu v štát a schopnosť centrálnej banky ochrániť systém pred kolapsom.

### Zlaté peniaze – nekritická láska alebo nenávisť

Niet divu, že politici a ich ekonómovia zlato nenávidia. Zvýšený dopyt po ňom odhaľuje ich neschopnosť a zlyhania. Po finančnej kríze, ktorú len ťažko interpretovať inak ako zlyhanie centrálnych bánk, sa po dlhom čase otvorila diskusia, či nezlepší stabilitu svetového finančného systému opätovným zapojením zlata do jeho fungovania. Dlhá história peňažnej funkcie, stabilná hodnota, obmedzená ponuka a celosvetový dopyt robia zo zlata vhodného kandidáta na svetovú rezervnú menu. Ak by sa meny vyspelých krajín opäť nadviazali na túto komoditu, okamžite by došlo k opätovnému vytvoreniu veľkej menovej únie. Novodobý zlatý štandard by odstránil obrovské náklady menového nacionalizmu, sťažil by boj jednotlivých krajín o trhovú podiel na celosvetovom obchode konkurenčným znehodnocova-

ním domácej meny. Potreba dodržiavať dohodnutý výmenný kurz domácej meny k zlatu v snahe zabrániť odlivu rezervného kovu by vytvárala efektívny externý tlak na domáce vlády k zodpovednejšiemu hospodáreniu vo verejných financiách, o ktorom sa môže Paktu stability a rastu alebo iným medzinárodným dohodám iba snívať. Ak by bolo jedno euro zadefinované ako 0,03 g zlata, ku ktorému by sa ktokoľvek a kedykoľvek mohol dostať v každej komerčnej banke, potom by neexistoval dôvod, aby sa cena eura vyjadrená v ostatných statkoch menila len preto, lebo bankrotuje nejaké Grécko. Návrat k nejakej forme zlatého štandardu by zároveň obmedzil kreativitu ekonómov v centrálnej banke a pole ich pôsobnosti v monetárnej politike. Povinnosť dodržiavať zákonné pomery množstva existujúcich peňazí k zlatu by z nich spravila vykonávateľov príkazov diktovaných trhom. Ťažšie a viditeľnejšie by sa cez centrálnu banku dotovali finančné inštitúcie a financoval štát. Úroková politika by prestala byť nástrojom na stimuláciu ekonomického pacienta a vyvolávanie maniodepresívnych ekonomických cyklov. Zmena úrokov by bola vynútenou reakciou na zmeny v trhovách cenách zlata ovplyvnených medzinárodnými tokmi kapitálu. „Myslím si, že ide o zhubný anachronizmus, ktorý by mal byť zamknutý v učebniciach histórie. Podľa mňa by mali dnešní moderní ľudia, ktorí hovoria o jeho vzkriesení, vydesiť a zhroziť každého, kto len trochu rozumie ekonomii,“ hovorí o zlatom štandarde profesor Randal E. Parker z East Carolina University. Zásadné obmedzenie právomoci centrálnych bankárov politici, finančný sektor ani väčšina ekonómov nepovažuje za výhodu, ale za neprípustné zlyhanie. Chladní a racionálni ekonomickí akademici sa pri spomenutí zlata a jeho možných funkciách vo finančnom systéme vedia nezvyčajne rozohniť. „Barbarský prežitok“, ako zlato nazval Keynes, vie u inak abstraktných suchárov popustiť reťaze inak dobre stráženej normatívnej obludy, ktorá sa prejaví šťavnatými hodnotovými súdmi a emotívnymi metaforami.<sup>879</sup> V kontexte vehementného popierania stále prítomnej monetárnej funkcie zlata väčšinou ekonómov je zaujímavé, že po kríze začali zlato nakupovať aj ekonómami riadené centrálné banky. Kým v rokoch pred krízou sa ho snažili zbavovať, v roku 2010 sa tento trend obrátil. Prvýkrát po 20 rokoch kúpili viac zlata, ako predali. Samotné centrálné banky začali strácať dôveru v iné centrálné banky.

### Prečo zlato a nie Bordeaux ani lítium

„Prečo viazať peniaze na zlato a nie na Bordeaux ročník 1982?“<sup>880</sup> pýta sa uštipačne známy ekonóm Richard Thaler. Otázkou poukazuje na údajnú absurditu arbitrárnosti takejto voľby. Spochybňuje spotrebiteľskú voľbu miliárd ľudí počas stoviek generácií. Vzácné kovy majú vlastnosti, ktoré iným konkurujúcim peniazom chýbali. Tak ako z jelenieho trusu len ťažko postaviť kvalitný most, nebudú z Bordeaux dobré peniaze. Bordeaux ako také nie je vzácné. Je ho príliš veľa a relatívne ľahko

sa vyprodukuje ďalšie. Má preto nízku hodnotu na jednotku váhy. Na nákup auta strednej triedy by vám stačilo necelých 330 g zlata, čiže 11 uncových zlatých mincí. Aj keby sme si zobrali špičkový, výnimočne drahý ročník 1982, na rovnaký nákup by sme potrebovali 5- až 9-litrový demižón. Ten sa do vrečka nezmestí. Rozdiely v kvalite a cene rôznych ročníkov jednej odrody vína sú ďalšou nevýhodou. Vzácné kovy sú homogénny, ľahko zameniteľný statkom. Spotrebiteľ by len ťažko rozlišoval, či protistrana skutočne platí ročníkom 1982 a nie katastrofou z roku 2013. Drobné odchýlky v kvalite zapríčinené napríklad nešetrným zaobchádzaním by nepostrehli ani experti. Pri platbe zlatou mincou na posúdenie hodnoty stačí letný pohľad, prinajhoršom váha a zmeranie objemu. Pri Bordeaux by sme potrebovali v každej transakcii degustátora, ktorý by nám doslova prepíjal peniaze. Zlatú mincu možno nechať v zamrznutej pivnici, rozpálenom aute či zo rokov za pecou bez toho, že by tento spôsob uskladnenia znížil jej hodnotu. To sa o víne povedať nedá. Mnohým na zlate prekáža jeho zdanlivá neužitočnosť. Na zostrojenie nejakého nástroja je príliš mäkké, ani sa nedá jesť. Je len žlté, lesklé, pekné. Sú z neho žiadané ozdoby, šperky alebo tróny. No aj vďaka tejto zdanlivej neužitočnosti mohlo byť zlato peniazmi. Jeho estetické služby si možno užívať bez toho, že by ho človek zároveň ničil alebo spotrebovával. Ako peniaze kedysi slúžili aj niektoré agrárne produkty, ako napríklad pšenica. Nevýhodou boli sezónne výkyvy v ich hodnote. Zrno malo inú výmennú hodnotu tesne po úrode a inú pred ňou, pričom cena zlata či striebra takto citlivo na zmeny v produkcii nereaguje. Táto stabilita, medzi inými komoditami nezvyčajná, je daná vysokým pomerom medzi existujúcimi zásobami vzácnych kovov v pomere k ich celkovej produkcii. Kým v prípade poľnohospodárskych komodít či napríklad ropy sa dostupné zásoby merajú v mesiacoch produkcie, pri zlate to je 64 rokov. Ak vypadne významný producent ropy alebo sucho v Rusku zničí úrodu pšenice, na cene týchto komodít sa to odrazí okamžite, štrajk veľkej ťažobnej spoločnosti má na cenu zanedbateľný vplyv. Zlata sa spotrebuje iba zlomok, väčšina dopytu má rezervačný charakter. To znamená, že ho ľudia nakupujú za účelom jeho držania, prípadne neskoršieho predaja. Na trhovú cenu zlata majú preto určujúci dosah vlastníci už existujúcich zásob zlata. Od ich nálad plánov závisí, za akú cenu sú ochotní sa ho zbaviť.

No dobre, víno nebolo príliš dobrý tip. Dozaista sa musí dať nájsť nejaký iný prvok, ktorý sa na peniaze hodil rovnako dobre ako zlato. Ten sa hľadá prekvapivo ťažko. Zoberme si Mendelejevovu tabuľku so 118 rôznymi chemickými prvkami.<sup>881 882</sup> Čo tak napríklad lítium? Ak sa k nemu dostane vzduch, horí teplotou, ktorá prepáli betón. A také niečo nechcete nosiť v peňaženke vo vrečku nohavíc. Síce nie tak búrlivo, ale predsa za normálnych podmienok oxiduje aj kopa iných prvkov. No dobre, ale v tabuľke vpravo sa nachádzajú aj vysoko stabilné prvky ako argón, kryptón či xenón. To je síce pravda, ale sú to plyny. Otvoríte peňaženku a sú fuč. Ak zadefinujeme požiadavku, že to nemôže byť plyn, musí to byť stabilné a nemalo by nás to zabiť napríklad rádioaktivitou ako einsteinium,



zostane nám 30 prvkov. Z nich treba vylúčiť ešte tie, ktorých je príliš veľa, a preto majú len nízku hodnotu. Na druhej strane vynecháme tie, ktorých je zas príliš málo, takže by vystačili len na pár mincí. Zostane nám rhodium, paládium, striebro, platina a zlato. Ktoré sa zhodou okolností nazývajú vzácnymi kovmi. Prvé dva kovy boli objavené až začiatkom 19. storočia, preto zlatu a striebru konkurovať nemohli. Prečo sa nakoniec nepresadila ani platina, ktorá sa rovnako ako zlato dá nájsť v riekach, má iný prozaický dôvod. Kto z nej chcel odlievať placky na razenie mincí, potreboval na jej skvapalnenie zariadenie z budúcnosti. Roztaví sa až pri teplote 1768 °C na rozdiel od zlata, kde stačí 1064 °C (sviečka horí teplotou približne 1000°C). Po prehľadani všetkých prvkov v honbe za ideálnymi peniazmi zostali dva kovy, ktoré si spotrebitelia nakoniec vybrali ako peniaze – striebro a zlato. Striebro čiastočne reaguje, preto časom stmavne. Trón kráľa peňazí preto obsadilo zlato a striebro sa stalo zlatom chudobných. Nejde o náhodu ani fetiš, ale diktát chémie, geológie a fyziky. Ponuka zlata je extrémne stabilná, zlato je tak akurát vzácne, ľahko deliteľné na menšie časti bez straty hodnoty, má svoje použitie aj mimo monetárneho dopytu, je chemicky stabilné a s ničím nereaguje, neubúda z neho, je ľahko prenosné, je homogénne, má vysokú hodnotu na jednotku váhy. Ľahko ho rozoznáte, a keď si ho dáte do vrečka, nemusíte sa obávať o svoju funkciu. Jeho hodnota nie je citlivá na výkyvy produkcie, je dlhodobo stabilná a nemá sezónne cykly.

### Zlatý meteorit a iné obavy ekonómov zo zlatých peňazí

Opätovné nadviazanie peňazí na zlato by zobralo ekonómom z ruky možnosť neobmedzenej expanzie peňažnej zásoby v ekonomike. Po období nadmerného tvorenia rezervami nekrytých peňazí by začala klesať hodnota peňazí v zahraničných menách. Cudzincom by sa zrazu oplátilo nakupovať bankovky influjúcej centrálnej banky a požadovať od nej vyplatenie peňažného kovu v zákonnom pomere. To by viedlo k odlevu zlata z krajiny, kde by peňažná zásoba rástla rýchlejšie oproti ostatným menám. Počas fungovania klasického zlatého štandardu preto kurzy jednotlivých mien väčšinu času oscilovali v pásme ohraničenom takzvanými zlatými bodmi.<sup>883</sup> Tie predstavovali úroveň nákladov, ktoré by uskutočnenie takejto arbitráže vyžadovalo v podobe kapitálu na jej prefinancovanie, nákladov na dopravu medzi trezormi a poistenie. K pozastaveniu vymeniteľnosti peňazí za zlato dochádzalo pri vojnových konfliktoch, keď sa inflácia použila ako okamžitý zdroj financovania. Založenie zlatých pút na ruky ekonómov v centrálnych bankách považujú tí, ktorí si myslia, že centrálni bankári narobia viac ekonomického dobra než zla, za hlavnú nevýhodu takehoto usporiadania. Naopak tí, čo si myslia, že len ťažko hľadať horšie peniaze, ako máme dnes počas „PhD štandardu“, to považujú za najdôležitejšiu výhodu.

Nie je to však jediná výhrada. Počas pokrízových ekonomických diskusií sa objavili aj ďalšie obavy z toho, čo všetko by sa pri viazaní meny na zlato mohlo stať. Niektorí sa napríklad obávali meteoritov. Čo ak na Zem spadne nejaký s vysokým obsahom zlata? Aký to bude mať vplyv na ceny a ekonomiku? Ozaj veľké meteority na Zem príliš často nepadajú, no napriek tomu sa pokúsme odhadnúť proporcie tohto rizika. Aby sa v zlatom štandarde stalo s peňažnou bázou to, čo v USA za jediný rok 2008 dokázali PhD ekonómovia v centrálnej banke, musel by Zem zasiahnuť meteorit so 155 000 tonami zlata. To je všetko zlato, ktoré kedy ľudia na Zemi vyťažili.<sup>884</sup> Aby sa vesmíru podarilo spraviť s peňažnou bázou to, čo americkej centrálnej banke od prepuknutia krízy do roku 2014, museli by Zem zasiahnuť ešte tri rovnako veľké meteority. Veľkosť najväčšieho známeho meteoritu, ktorý dopadol blízko Grootfontein v juhozápadnej Afrike, sa odhaduje na 70 ton. Druhý najväčší známy meteorit, ktorý je vystavený v New Yorku, nájdený v roku 1892 v Grónsku, má 34 ton. Priemerná veľkosť meteoritov, ktoré dopadnú na Zem, je však rádovo menšia, asi 10 gramov. Len výnimočne sú väčšie ako 1 kilogram. Ak aj prehliadneme výnimočný pokrízový vývoj, centrálné banky nafukujú peňažnú zásobu dlhodobo približne o desatinu ročne. Na takéto tempo rastu zlatých zásob by sme potrebovali skutočný dážď zlatých meteoritov, ktorý by navyše musel neustále hustnúť. Pri dnešných zásobách zlata by na simuláciu nárastu peňažnej bázy o 10% bolo potrebné prvý rok z neba zhodiť spolu 16-tisíc ton zlata. Historickou analógiou k zlatým meteoritom boli nové objavy veľkých nálezísk vzácnych kovov na novo obsadených územiach. Známa zlatá a strieborná „Veľká inflácia“ v Európe po objavení a vyťažení vzácnych kovov Nového sveta sa vôbec nepriblížila k tomu, čo s peniazmi robia moderné centrálné banky. Názory na to, o koľko stúpila peňažná zásoba zlata a striebra v 16. a 17. storočí, sa pohybujú medzi 50 a 500%.<sup>885</sup> Keď nárast rozpočítame na príslušné obdobie tejto inflácie, ktorá trvala približne 150 rokov, získame priemernú ročnú infláciu 0,27 -1,21% ročne. Monetárna báza v USA, čiže hotovosť v obehu a rezervy komerčných bánk na účte centrálnej banky, naproti tomu narástla za posledných necelých 30 rokov o 1500%, čo znamená desaťnásobne vyšší priemerný ročný rast.

### Cena zlata príliš skáče a jeho ťažba je plytvaním

Ďalším argumentom proti zlatým peniazom sú veľké krátkodobé výkyvy v cene zlata. Týmto zmenám hodnoty by sa museli prispôsobovať všetky ostatné ceny v ekonomike. Po roku 1971, keď sa oficiálne skončila monetárna funkcia zlata, je volatilita jeho ceny skutočne rádovo väčšia. Napriek tomu nejde o extrém. Jeho dolárová cena od roku 1971 má síce väčšie ročné výkyvy ako napríklad cena amerických štátnych dlhopisov, no volatilita je porovnateľná s nemeckým akciovým trhom a je výrazne nižšia ako volatilita ceny ropy. Veľká časť nárastu volatility je výsled-

kom radikálneho zmenšenia objemu transakcií na zlatom trhu. Čím menší trh, tým väčšie výkyvy v cene. Pred koncom breton-woodského systému každá transakcia s menou vyspelého sveta bola v podstate nákupom alebo predajom zlata. Ak by sa svet vrátil k podobnému fungovaniu, po počiatočnej skokovitej úprave ceny zlata by celosvetový každodenný, masívny dopyt jeho cenu stabilizoval. Nie je dôvod predpokladať, že by sa cena zlata mala pohybovať viac, než dnes skáče napríklad kurz dolára voči euru. Stáročia rôznych podôb zlatého štandardu ukazujú, že výkyvy v cene zlata neboli viditeľnou prekážkou rýchleho ekonomického rastu a bohatnutia spoločnosti.

Asi najpodivnejším argumentom proti komoditným peniazom je apel na šetrenie vzácnych zdrojov. Prekvapí najmä z úst ekonómov, ktorí by mali byť trénovaní aj v skúmaní efektov, ktoré nie je vidno na prvý pohľad. Dolovať zlato z útrobov Zeme je náročné. Niekedy treba premiestniť celé kopce, premyť tony zeminy, často v neprístupných častiach divočiny, v ohrození životov pracovníkov a pri dlhodobom poškodení životného prostredia v oblasti ťažby. To všetko len preto, aby sa v pote tváre získaný kov v podobe tehličiek či mincí uložil späť pod zem, do bankových trezorov. To pripadá niektorým ekonómom ako nehorázne plytvanie, ktorého nás zbavili zlé peniaze. Pred takýmto plytvaním varoval už Adam Smith a rovnaký argument proti zlatu používal Milton Friedman.<sup>886</sup> Zbytočné náklady osekávajúci a svet optimalizujúci ekonóm sa niekedy prebudí aj vo mne. Naposledy, keď som si v kufri auta zabuchol kľúče. Cez voľnú nedeľu som si privstal. Jasná obloha a biele vrcholky hôr viditeľné zo sídliskového bytu sľubovali skvelú lyžovačku. Počas štyroch hodín čakania na mladíka, ktorý sa za tri minúty a 25 eur s pomocou nafukovacieho vankúšika a dlhého drôtu vlámal do môjho auta, som na to prišiel aj ja. Všade naokolo v každom aute, byte, dome samé komplikované, zbytočne drahé zámky. Státisíce hodín minutého času neproduktívnym otváraním dverí, hľadaním stratených kľúčov, privretými kľúčmi zmarené lyžovačky. Toľko zbytočného plytvania. Vysoké náklady ťažby zlata majú rovnakú funkciu ako zámky a policajti na ulici. Chránia jeho hodnotu. Obmedzujú tempo, ktorým zlato pribúda. Trh vybral zlato za peniaze práve preto, lebo sa náročne získava. Ekonómovia hovoria o neelastickej ponuke, keď rast ceny nevedie k výraznému rastu produkcie. Napriek obrovskému technologickému pokroku od roku 1868 sa nikdy ročne nevyťažilo viac než 3,5% hmotnosti už existujúceho zlata. Väčšinu rokov sa produkcia pohybovala v okolí 2%.<sup>887</sup> To je výrazne nižšia miera inflácie ako napríklad pri Fedom manažovanej peňažnej zásobe, ktorá rastie priemerným tempom 7% ročne, pričom maximálny ročný prírastok dosiahol už aj 26%. Papierové alebo bavlnené peniaze sa vyrábajú ľahšie, čo znamená, že aj ľahšie strácajú kúpnu silu. Práve preto sa nikdy nestali slobodnou voľbou trhových aktérov skutočnými peniazmi. Bolo by fajn a veľa by sme ušetrili, keby sa ľudia mohli dohodnúť, že papierové peniaze nebudú rýchlo množiť vo svoj prospech. Rovnako by bolo fajn a ušetrili by sme ešte viac, keby ľudia nekradli a navzájom sa nezabíjali. No zatiaľ



to tak vo svete nefunguje, a stále existujú indivíduá, ktoré skúšajú žiť z majetku ostatných. Nekryté peniaze sú v takomto prostredí nezamknutou špajzou, kam sa chodia obslúžiť tí, ktorí kontrolujú ich produkciu – politici s finančným sektorom. Skúsenosť s reálnym fungovaním zlých peňazí nakoniec viedla k tomu, že svoj názor zmenil aj Friedman: „V skorších diskusiách som spolu s ostatnými monetárnymi ekonómami považoval za dané, že reálne náklady na produkciu nekrytých papierových peňazí sú zanedbateľné a pozostávajú iba z ceny papiera a tlače. Skúsenosť z fungovania univerzálného štandardu nekrytých peňazí nedáva priestor na akékoľvek pochybnosti o tom, že takýto predpoklad, ktorý môže platiť vo vzťahu k priamym nákladom štátu spojených s vydávaním fiat peňazí, je mylný pre spoločnosť ako celok.“<sup>888</sup>

### Zlato dnes v západnom svete nie je peniazmi...

Zlato ako efektívnu obranu občana proti monetárnemu zneužívaniu zo strany štátu oficiálne zaznávali tak komunistickí ako kapitalistickí politici. Pokrytecky, keďže komunistickí funkcionári často bohatstvo kumulovali práve v tomto kove. Priateľsky nebola k vzácnym kovom naladená ani politická trieda v USA. V roku 1933 Roosevelt pod hrozbou 10-ročného väzenia alebo pokuty vo výške dnešných 170 000 amerických dolárov donútil väčšinu Američanov predať štátu všetko zlato za netrhovo nízku cenu, ktorú si vymyslel pri raňajkách v posteli ako kombináciu svojich šťastných čísel. Jeho zákon zakazoval obyvateľstvu držať akékoľvek zlato a politici usilovne pracovali na jeho stigmatizácii. Ak je zlato zo svojej podstaty zlé a skazené, potom sa to, čo spravil americký štát svojim občanom, dá vnímať v omnoho priaznivejšom svetle. Premietlo sa to čiastočne aj do popkultúry, kde záporné postavy okrem iných psychotických vlastností charakterizovala aj túžba po zlate. Polstoročie cielenej štátnej propagandy proti zlatu zanechalo svoje stopy. So zlatom už väčšina ľudí nemá žiadnu peňažnú skúsenosť. Málokto držal v ruke niekedy v živote zlatú mincu a ľudia nevedia, akú má gram zlata hodnotu. Keďže ľudia zlato dobre nepoznajú, boja sa ho akceptovať v transakciách či využívať ho na sporenie. Ak by niekto vyskúšal v USA alebo u nás doma za uncovú zlatú mincu natankovať nádrž benzínu, nakúpiť potraviny na víkend, kvety na rodinnú oslavu, vo väčšine prípadov by nepochodil. Napriek tomu, že hodnota mince je približne tisíc eur. Američan Mark Dice takúto zlatú mincu v roku 2009 a 2012 skúšal vymeniť na ulici náhodným okoloidúcim za 50 a neskôr len 25 dolárov. Neúspešne.<sup>889</sup> Zato v Ázii alebo v iných krajinách s nedávnou vysokou infláciou by sa svojich zlatých mincí zbavil výrazne rýchlejšie. V Indii je zlato stále súčasťou života ľudí, obľúbenou formou dôchodkového sporenia a kľúčovou zložkou vena. Podľa odhadov je v Indii v rukách domácností 19-tisíc ton zlata, čo je vyše dvojnásobok toho, čo drží napríklad americké ministerstvo financií alebo všetky centrálné banky EÚ dohromady. Na zlato či už vo forme mincí alebo šperkov sa tam berú a pôžičky a zla-

to je v Indii s nerozvinutým bankovým systémom dôležitým záručným aktívom. Objem „zlatých úverov“ tam za posledné štyri roky narástol osemnásobne.<sup>890</sup> Ani tu už však nemožno hovoriť o zlate ako o peniazoch. I keď to mnoho zlatých truhlíkov nechce počuť, zlato dnes už nenapĺňa ich ekonomickú definíciu. Nie je všeobecne, okamžité a bez straty na hodnote akceptovaný prostriedok výmeny. Uchováva síce hodnotu, ale nie je najlikvidnejším aktívom. Zároveň nie je zúčtovacou jednotkou, teda len málokto ceny svojich statkov uvádza v zlate.

### ...no stále má extrémnu peňažnosť

Obhajcovia prístupu „vítaz berie všetko“ považujú za peniaze iba najviac akceptovaný prostriedok výmeny v ekonomike. Vďaka takto definovaným peniazom môžeme pochopiť vplyv zmien v ich množstve na ceny a ekonomiku. Skutočné peniaze, teda hotovosť a zostatky na účtoch splatné na požiadanie, nemajú vlastnú cenu, kým všetko ostatné má cenu v peniazoch. Nik nepovie, že cena jedného eura je 0,7 kg jabĺk jonatánok, no na výroku „kilo jonatánok stojí 1,43 eura“ nám nepríde nič podivné. Rovnako má svoju cenu dlhopis, no peniaze nemajú svoju cenu v dlhopisoch. Preto dlhopisy nemôžu byť peniazmi, sú len finančným aktívom. Ak vzrastie ponuka jabĺk či dlhopisov, ich cena klesne, čo pritiahne nový dopyt, a tieto trhy sa opäť dostanú do rovnováhy. No pri raste peňažnej zásoby nestačí na adaptáciu systému zmena jednej ceny, ale spustí sa dlhá reťaz úprav všetkých cien v ekonomike tak, aby zohľadňovali novú skutočnosť väčšieho množstva peňažných jednotiek v obehú. Prístup buď alebo, peniaze áno alebo nie, však prehliada zaujímavé detaily. Aj iné než peňažné statky v ekonomike sčasti plnia niektoré peňažné funkcie. Ľudia si napríklad svoju kúpnu silu úspor neschovávajú iba na bežný účet alebo do peňaženky. S cieľom uskladniť ju v období medzi predajom a ďalším nákupom investujú aj do dlhopisov, akcií či domov. V ich cene je preto zahrnutý nielen výnos, ale sčasti aj peňažná služba, ktorú poskytujú ich držiteľom. Napríklad ceny dnešných akcií nemožno analyzovať iba z hľadiska diskontovaných budúcich príjmov, ktoré držanie podielu v konkrétnom podniku generuje, ale aj likviditou a z nej odvedenej „peňažnosti“ konkrétnej akcie. Tým, že sú takéto investície likvidné a udržiavajú si hodnotu, slúžia zároveň ako kvázi peniaze. Ak opustíme binárne delenie statkov na peniaze a ne-peniaze, môžeme jednotlivé statky v ekonomike posudzovať na základe toho, ako sú na škále peňažnosti vzdialené od skutočných peňazí. Tie so stabilnejšou hodnotou a vysokou likviditou, čiže ľahkosťou, s akou ich možno vymeniť za iný statok, sú viac peňažné. Nelikvidné statky s nestálou hodnotou sú naopak málo peňažné. Peňažnosť statku<sup>891</sup> možno chápať aj ako ľahkosť a rýchlosť, s akou sa dajú s jeho pomocou nakúpiť peniaze.

Najpeňažnejšími statkami v ekonomike sú, neprekvapivo, samotné peniaze, čiže bankovky v našej peňaženke či jednotky na našom bežnom účte. Dokonca aj v pe-

ňažnosti rôznych druhov hotovostných peňazí existujú drobné rozdiely. Napriek tomu, že všetky eurobankovky a euromince sú oficiálne peniazmi na našom území, s likviditou 500-eurovej bankovky sú na mnohých miestach problémy. Nie je ľahké za ňu nakúpiť v malých potravinách alebo v novinovom stánku. Jej peňažnosť je nižšia ako napríklad 10-eurovky. Peniaze na bežnom účte v banke môžu v krušných časoch v peňažnosti preskočiť napríklad dlhopisy silného a bohatého štátu alebo veľkej firmy s najlepším investičným ratingom. Nemecké dlhopisy boli v kríze drahšie (niesli negatívny výnos) ako zostatok na účte v španielskej banke prevyšujúci štátom garantovanú výšku. Peňažnosť investičných aktív sa však môže dramaticky meniť, aj je závislá od ekonomického prostredia. Tak sa vo finančnej kríze z vysoko likvidných hypotekárnych cenných papierov stal v priebehu roka toxický odpad.

Z hľadiska peňažnosti statkov, ktoré nie sú oficiálne peniazmi, je výnimočné práve zlato. Je vysoko likvidné po celom svete, naprieč rôznymi národmi a kultúrami. Svoju peňažnosť si udržiava dlhodobo. Preto je jedným z najlikvidnejších aktív na svete. Podľa odhadu londýnskej burzy LBME dosiahol celkový objem obchodov jej členov medzi sebou a s tretími stranami v roku 2011,<sup>892</sup> či už vo fyzickej podobe alebo s papierovými derivátmi zlata, 50 miliárd uncí. To je 600-násobok ročnej produkcie. Objem všetkého historicky a celosvetovo vyťaženého zlata sa zobchodoval za jediný štvrtrok. Odhadovaný denný objem obchodov členov LBMA burzy bol 240 miliárd dolárov denne,<sup>893</sup> čo bolo viac, než bolo obchodov v nedolárových menových pároch alebo denný objem v britských či v nemeckých dlhopisoch, alebo denne zobchodovaných amerických akcií.

Zlato tak vo svetovom finančnom systéme stále poskytuje monetárne služby. Používa sa ako zábezpeka pri úverových obchodoch, rezerva centrálnych bánk, sčasti v ňom sporia bohatí ľudia. Zlatom sa stále platí. Za zlato napríklad nakupovalo zemný plyn Turecko, aby obišlo medzinárodné sankcie uvalené na finančné transakcie Iránu.<sup>894</sup> Teda až kým im to USA nezatrhl.<sup>895</sup> Jeho cena je preto z prevažnej miery určovaná pravé peňažným dopytom a nie dopytom šperkárov, zubárov či priemyslu. Monetárna podstata väčšiny dopytu po zlate myli mnohých investorov, ktorí sa snažia zlato analyzovať nástrojmi, ako keby išlo o klasickú investíciu. Zlato však nemá súvahu, neprodukuje hodnoty, nie sú z neho príjmy, úroky alebo dividendy. Preto im nejde do hlavy, prečo by racionálny človek zlato nakupoval. Zlato je však skôr peniazmi, okamžitou likviditou. Porovnateľnou alternatívou preto nie je iné investičné aktívum, ale iná forma peňazí. Ak osobný majetok rozdelím podľa ekonomického charakteru jednotlivých zložiek na spotrebné, investičné a peňažné statky, potom zlato patrí skôr do poslednej kategórie. Má bližšie k bankovke v peňaženke než k továrni na koláčiky či nehnuteľnosti na prenájom. Jeho hodnota zvykne rásť v čase, keď zlé štátne peniaze hodnotu rýchlo strácajú. O rast jeho ceny vyjadrenej v ostatných statkoch sa stará samotný rast ekonomiky. Pomaly rastúce množstvo zlata<sup>896</sup> naháňa viac statkov a služieb relatívne rýchlejšie rastúcej ekonomiky. O rast ceny zlata v zlých peniazoch sa starajú centrálné banky neustálou infláciou.



## zlatý štandard ako dohodnuté pravidlá monetárnej expanzie

Pretrvávajúca extrémna peňažnosť zlata a nemožnosť manipulácie jeho množstva vedie niektorých ekonómov k volaniu po návrate k zlatému štandardu. V zlatom štandarde bolo rezervnými peniazmi zlato. Národné papierové meny boli len obchodovateľným príslubom na vyplatenie zlata. Úlohou centrálnych bánk bolo udržať vymeniteľnosť národných peňazí za zlato, čo dosahovali ovplyvňovaním veľkosti úverovej pyramídy postavenej na zlatých základoch manipuláciou úrokových sadzieb pre banky.<sup>897</sup> Voľná zameniteľnosť peňazí za zlato a obmedzené množstvo vzácneho kovu držala peňažnú expanziu na uzde. Politici a ich ekonómovia preto zlato tradične neznášali, a snažili sa ho vytesniť z finančného systému.<sup>898</sup> „Zlatý štandard robí určenie kúpnej sily peňazí nezávislým od meniacich sa ambícií a doktrín politických strán a záujmových, lobistických skupín. To nie je chybou zlatého štandardu, ale jeho najväčšou výhodou,“ obhajoval zlatý štandard Mises.<sup>899</sup> Všetky krajiny, ktoré by sa ku krytiu zlatom vrátili, by sa opäť ocitli v jednotnej menovej únii bez nutnosti zložitého dohodovania zavádzania spoločných rozpočtových pravidiel. Odpadli by ekonomické náklady menového nacionalizmu a negatívne dosahy plávajúcich kurzov na ekonomiku. Zlatý štandard s pevnými výmennými kurzami pomáhal odhaliť nezodpovedné správanie politickej triedy. Prepád zahraničného kurzu domácej meny alebo náhly odliv zlatých alebo zahraničných rezerv signalizoval politikmi rozbehnutú infláciu rýchlejšie, než v dnešnom systéme. Kým inflácia pozdvíha viditeľné ceny spotrebných statkov, môže uplynúť aj niekoľko rokov. Zároveň rastu cien často predchádza monetárna ilúzia, ktorá vedie k všeobecne vítanému zvýšeniu zamestnanosti, pričom negatívne dosahy prichádzajú neskôr. Aj Hayek preto preferoval návrat k systému pevných výmenných kurzov.<sup>900</sup> Zlatý štandard by predstavoval zlepšenie oproti súčasnému stavu, keď množstvo rezerv určuje rada múdrejších v centrálnych bankách. Obdobie klasického zlatého štandardu vytvorilo vo svetovom finančnom systéme z dnešného hľadiska závideniahodnú stabilitu. S takou reformou sa však nemožno uspokojiť. Peniaze a úroky by aj naďalej zostali v rukách štátu a ním kontrolovaného bankového sektora. Krytie zlatom predstavuje iba politickou triedou deklarované pravidlá monetárnej expanzie. História ukazuje, že štáty v spolupráci s bankami aj tieto prísnejšie pravidlá chronicky porušovali. Vojny financované infláciou alebo prepísknutá emisia nekrytých peňazí privilegovanými bankami viedli k pravidelnému pozastaveniu peňažných substitútov – bankoviek – za zlato. Niekedy na celé desaťročie, ako napríklad v Anglicku medzi rokmi 1809 a 1821. Štát chránil bankový sektor pred dôsledkami nezodpovedného správania a počas obdobia bankových prázdnin odmietol vymáhať pohľadávky vkladateľov, čím zlyhával v poskytovaní spravodlivosti na spravovanom území. Bol zvyčajne hlavným beneficiantom predchádzajúcej inflácie. Porušovanie deklarovaného zlatého krytia sa v USA zhoršilo vznikom Fedu.

Vyššie storočie takzvaného klasického zlatého štandardu pred rokom 1913 trpelo rádovo nižšou infláciou než zlatý štandard po konečne úspešnom vytvorení americkej centrálnej banky, či neskôršom zrušení všeobecnej vymeniteľnosti dolárov za zlato v roku 1933. Fungujúci klasický zlatý štandard nakoniec neskolaboval, ale bol zničený rozhodnutím vlád získať na svetových trhoch pre svojich exportérov výhodu monetárnou expanziou<sup>901</sup> a najmä drahou prvou svetovou vojnou, ktorú štáty prefinancovali infláciou peňazí nekrytých zlatom. Lipnutím na zlatom štandarde mnohí vysvetľujú problémy Veľkej Británie po prvej svetovej vojne a jej ekonomické zostávanie. Nezlyhal zlatý štandard, ale centrálné plánovanie. Snaha politikov vrátiť ceny k predvojnovému stavu bola pre britskú ekonomiku katastrofou. Všetky významné svetové krajiny s výnimkou USA sa medzi rokmi 1914 a 1925 nachádzali už v systéme čisto papierových peňazí, nezameniteľných za zlato či striebro. Defláciu a obrovské problémy britskej ekonomiky nespôsobilo zlaté krytie, ale pomýlený kurz, ktorý ignoroval predchádzajúcu infláciu. Pred nútenou defláciou spôsobenou podhodnotením ceny zlata v britských librách pri návrate k zlatému štandardu Britániou v roku 1925 varoval aj Ludwig Mises. Išlo podľa neho o „*prejav neospravedliteľnej ignorancie ekonómie a monetárnej histórie*“.<sup>902</sup> Povesti zlatého štandardu nepomohla ani Veľká hospodárska kríza. Zrútenie úverovej pyramídy, ktorú vystaval predchádzajúci boom rozbehnutý Fedom, viedlo ku krachu mnohých bánk, s ktorých zánikom zmizla v systéme frakčných rezerv aj veľká časť peňažnej zásoby. Deflačný šok bol okrem pomýlených Hooverových a Rooseveltových intervencií do ekonomiky ďalšou záťažou, ktorá prehĺbila ekonomickú depresiu.

Zlatý štandard však treba odmietnuť z iných dôvodov. Nie je zázračným nástrojom a jeho sila zodpovedá len ochote politickej triedy dodržiavať jeho pravidlá.<sup>903</sup> Štátu a jeho bankám nemožno prenechať obrovskú moc v podobe správy peňazí. Pravidlá zlatého štandardu politická trieda skôr či neskôr bude ignorovať. Ospravedlňujúcich dôvodov na vytváranie nových peňazí v podobe národnej obrany, záchrany dôležitých bankárov či stimulácie ekonomiky sa poľahky nájde dosť. Aj nový zlatý štandard by bol nestabilný a po čase by opäť degeneroval do systému zlých peňazí, ktorý máme dnes.

## Barter a lokálne meny - skôr romantika než riešenie

Čo je potom riešením, ak nie zlatý štandard? Po kríze narástol záujem o malé lokálne meny, časové banky či experimenty s barterom. Ani tádiť však cesta nevedie. Barter je obrovským skokom späť, ktorý navyše v dnešných komplexných ekonomikách ani nie je predstaviteľný. Je to, ako keby sme sa dobrovoľne vzdali používania kolesa. Peniaze umožnili deľbu práce a špecializáciu v miere, ktorá umožňuje život nad naše paleopomery. Ak by si musel Einstein dopestovať a vyrobiť

väčšinu vlastných potravín, mal by výrazne menej času na hútanie nad zakriveným svetelného lúča v gravitačnom poli hviezdy. Z ukladania tehál svojho domu zhrubnuté prsty a unavená myseľ Mozarta by tak šikovne netancovali po klávesoch pianína. Nepriama výmena umožnená peniazmi zásadným spôsobom prispieva k rastu nielen materiálneho, ale aj intelektuálneho a duchovného bohatstva každého jednotlivca.

Lokálne meny sú užitočným doplnkom najmä v čase, keď sa štátnemu monopolnému producentovi peňazí rúca jeho finančný systém, a obyvateľstvo nemá dostatok alternatívnych peňazí, za ktoré by mohlo vykonávať transakcie. Prechodne tak zaplňajú vákuum medzi dvoma monetárnymi systémami. Množstvo rôznych súkromných peňazí vzniklo v Nemecku počas obdobia hyperinflácie, súkromné zmenky začali kolovať ako peniaze už po prvom týždni od zavretia bánk v Grécku v júli 2015. Komunitné iniciatívy dnešné zlé peniaze ale nevyliečia. Lokálne meny robia presný opak toho, čo by mali, a to pomáhať riešiť kvalitné peniaze. Zvyšujú transakčné náklady a rozdeľujú trh na menšie, uzatvorenejšie jednotky. Lokalitou meny obmedzované obchodovanie zabraňuje zozbieraniu ovocia komparatívnych výhod a širokej deľby práce. Hranice komunity predstavujú zvyčajne limity užitočnosti lokálnych peňazí. Ak držiteľ lokálnej meny dopytuje služby, ktoré komunita nevie dodať, buď zostane neuspokojený, alebo musí siahnuť po peniazoch akceptovaných potenciálnym dodávateľom. Takýchto sklamaní bude v každej komunite množstvo, keďže žiadna komunita dnes nemôže byť úplne sebestačná, a zároveň v nej nemôžu byť rovnomerne rozložené všetky statky. Obmedzenia lokálnych mien vedú k tomu, že ľudia si sami vyberú peniaze s čo najširším použitím, namiesto lokálnej obmedzenej meny. Čím viac ľudí hovorí nejakým jazykom, tým užitočnejšie je daný jazyk sa naučiť. Čím viac ľudí používa nejaké peniaze, tým lepšie plnia svoje funkcie. A netreba zabúdať na riziko emitenta. Viac dôverujem bankovej rade ECB než priemernému starostovi. Navyše zhumpľovať veľkú menu trvá dekády, lokálnu možno zničiť za týždeň.

Alternatívne platobné systémy, v ktorých sa neplatí peniazmi, ale odpracovanými hodinami, napríklad v podobe časových bánk, sú postavené na zlej ekonomickej teórii. Hodnota je subjektívna a nie je možné merať ju odpracovaným časom. Komu sa to nepozdáva, mal by sa zamyslieť, či by chcel trhovú odhad vyprodukovanej hodnoty v podobe hodinovej mzdy Steva Jobsa alebo radšej priemerného absolventa chemickej učňovky. Dokonca aj hodnota hodiny práce toho istého človeka sa zásadne líši v závislosti od druhu zadania, momentálneho dopytu po poskytovaných službách, alternatívnych nákladoch, detailov konkrétnej situácie a času. Platobný systém, ktorý hodinu mojej práce ohodnotí rovnako bez ohľadu na to, či ju poskytnem poobede, o tretej ráno, opitý alebo plne sústredený, nemôže fungovať. Problémy zlej ekonomickej teórie sa skôr či neskôr prejavajú v napätých vzťahoch komunity, ktorá ich využíva, a v pocitoch nespravodlivosti. A tu sme pri ďalšej slabine podobných lokálnych finančných usporiadaní.



Kým zlatom môžem kedykoľvek zaplatiť aj niekomu, kto ma nenávidí, hodinu mojej práce asi ako platbu v transakcii akceptovať nebude. Fungovanie dobrých peňazí nie je závislé od osobných sympatií či antipatií ľudí, ktorí ich používajú.

Napriek napísanému, každej vznikajúcej súkromnej alternatíve proti monopolnej produkcii peňazí štátom treba tleskať. Tragikomická, hysterická snaha štátu úspešnejšie projekty zakázať je užitočnou lekciou populácii o nedobrovoľnej podstate dnešného finančného usporiadania. Lokálne meny môžu byť navyše nástrojom na obchádzanie nezmyselných regulácií a byrokratických bariér v podnikaní. Aktivujú nevyužitý potenciál v spoločnosti v podobe ľudí, ktorí nevedia, čo je to živnosť, a ako sa platia dane, no napriek tomu chcú byť užitoční ostatným. Prípadne sú marketingovým nástrojom na zviditeľnenie podnikateľa alebo formou intenzívnejšej sociálnej interakcie a komunikácie.

### Bitcoin - zlato kryptoalchymistov

Mýtický Satoshi Nakamoto 3. januára 2009<sup>904</sup> počas vrcholiacej krízy zlých peňazí vytvoril elektronický ekvivalent zlatých peňazí. Bitcoin by bol lepšími peniazmi než dnešné štátom produkované papierové peniaze s núteným obehom. Bitcoin sa podobá na komoditné meny v tom, že má neelastickú ponuku. Jeho množstvo rastie nie zo svojvôle prestarnutých akademikov v centrálnej banke a úverového nadšenia komerčných bankárov, ale v rodnom liste elektronickej meny dopredu pevne stanoveným tempom. Až kým ich počet niekde okolo roku 2140 dosiahne maximum 21 miliónov bitcoinov, ktoré nikdy nebude prekročené.<sup>905</sup> Z hľadiska postupne klesajúceho tempa pribúdania nových bitcoinov, ktoré navyše dosiahne limit, možno bitcoin považovať za menu tvrdšiu než zlato. Nové bitcoiny prichádzajú na svet simuláciou ťažby vzácneho kovu. Ťažba bitcoinov je nákladná, má podobu výpočtovo náročných operácií prehrievajúcich ne jeden supervýkonný počítač. Výpočtové operácie slúžia na overovanie transakcií a udržiavanie celej transakčnej histórie meny.

Peniaze možno prirovnať k pamäti spoločnosti, kde je uložené, aký výsek z celkových dostupných zdrojov komu patrí. Dobré peniaze sú tie, pri ktorých hrozí čo najmenšie falšovanie a neoprávnené prepisovanie pamäte. A tu predstavuje bitcoin kľúčovú inováciu. Na rozdiel od predchádzajúcich pokusov o plnokrvné elektronické peniaze vyriešil problém, ako zabrániť dvoj- alebo viacnásobnému minutiu tej istej elektronickej peňažnej jednotky na viacerých miestach zároveň. Decentralizovaná štruktúra dáva bitcoinu robustnosť. Na vymazanie tejto pamäte nestačí vypnúť internet, ale treba zničiť každú na svete existujúci harddisk s transakčnou históriou bitcoinu, čo je nepredstaviteľné. Z nej ako z elektronickej DNA možno opäť spätne zrekonštruovať bitcoinovú bibliu. Bitcoinové transakcie je na rozdiel od klasických elektronických prevodov v bankových systémoch mož-

né vo veľkej miere anonymizovať ich premysleným nákupom a za pomoci rôznych bitcoinových pračiek. Je tak pseudo-anonymný, čiže v ňom neexistuje priama väzba medzi identitou držiteľa a samotným konkrétnym bitcoinom. Pripomína hotovosť, bez jej nedostatkov v podobe potreby fyzicky nosiť bankovky a riskovať ich odcudzenie. Pritom súčasná hotovosť v podobe zlých peňazí je legálne anonymná už len do stanovenej sumy, ktorú politici neustále znižujú. Špehujúce európske štáty už nedovolia občanom legálne kúpiť v hotovosti ani nové auto. „Kto nič zlé nerobí, nemá čo skrývať!“ No tak, ako sú dobré nepriehľadné dvere na WC, sú dobré peniaze anonymné. Napriek tomu, že ani ja nerobím nič zlé, predstava, že nekompetentní, zle platení a demotivovaní štátni zamestnanci budú vďaka bezhotovostnej spoločnosti disponovať informáciami o mojom majetku a všetkých finančných transakciách, z ktorých sa dá vyskladať život človeka do najmenších detailov, ma desí. Uľahčí to prácu ozajstným kriminálnikom, vydieračom, prenasledovateľom, bláznom, bývalým sexuálnym partnerom, šéfom, bohatým nepriateľom či politickým oponentom, ktorým bude stačiť podplatiť pár úradníkov.

Bitcoinom sa dajú obchádzať kontroly pohybu kapitálu, ktoré sa ako huby po daždi objavujú vo vyspelých krajinách používajúcich zlé peniaze. Možná vysoká miera anonymity bitcoinových platieb však zároveň kreslí na čelo bitcoinu terč pre politických ostreľovačov. Tak ako 500-eurovku alebo švajčiarsku 1000-frankovku si bitcoin obľúbili aj nelegálne živly a sivá ekonomika. Menu so značkou drogových dílerov a daňových podvodníkov zreguluje štátny aparát, či rovno zakáže omnoho ľahšie ako nevinný pokus o zlepšenie fungovania spoločnosti produkciou kvalitnejších peňazí. Otvorenou otázkou zostáva, či by štátny zákaz naozaj bitcoin vedel vymazať z kolektívnej histórie. Vytlačenie bitcoinov do ilegálnej sféry, stigmatizácia vládnucou triedou a prípadné drakonické tresty by však mali zásadný dosah na plošnosť jeho akceptácie, a tým pádom aj ich peňažnosť.

Keby sa bitcoin stal peniazmi, táto syntetická komoditná<sup>906</sup> mena by nezažívala manické nafukovanie a následne depresívne sfukovanie peňažnej zásoby so všetkými negatívnymi dosahmi na ekonomiku, ktoré okolo seba pozorujeme dnes. Keby píšem preto, lebo napriek tomu, že bitcoin má svoju peňažnosť, stále ho nemožno označiť za peniaze. Jeho akceptácia sa síce od povestného prvého bitcoinového obchodu v podobe nákupu pizze za 10 000 bitcoinov (v priemer-ných cenách bitcoinu z roku 2014 je to viac než pol milióna amerických dolárov) v máji 2010 rozšírila, no jeho použitie je stále príliš obmedzené. V takmer žiadnom nákupe, ktorý som realizoval v roku 2014, som nemohol použiť bitcoin.<sup>907</sup> Väčšina aktérov ho používa skôr ako nástroj špekulácie, získava a drží ho za účelom neskoršieho výhodnejšieho predaja, namiesto toho, aby ho užívali v bežných transakciách. Mnohí predajcovia, ktorí akceptujú bitcoiny, sa ich snažia okamžite po ich získaní zbaviť a ochrániť sa tak pred kurzovým rizikom vyplývajúcim z dramatickej fluktuácie jeho ceny. Tá je výsledkom z medzinárodného hľadiska zanedbateľného, denne zobchodovaného celosvetového objemu 150-tisíc

bitcoinov, čo je pri momentálnom kurze približne 40 miliónov amerických dolárov.<sup>908</sup> Už i jeden bohatší hráč môže pohnúť celým bitcoinovým vesmírom. Za hlavnú prekážku na dlhej ceste bitcoinu k statusu všeobecne akceptovaného prostriedku výmeny, zúčtovacej jednotke a uchovávatelovi hodnoty považujem vieru. Respektíve jej nedostatok, ktorý bráni tomu, aby masa jeho užívateľov dosiahla kritické množstvo potrebné na vznik sieťových efektov. Prečo sa nikomu nepodarí prelomiť krypto-ochranu bitcoinu, vytvoriť vetvu a nevygenerovať bitcoinové klony, sám neviem. Musím tomu jednoducho veriť. Výrazne ľahšie sa zatiaľ nielen mne, ale väčšine ľudí verí napríklad v neschopnosť alchymistov syntetizovať nové zlato alebo ho za rozumné ceny ťažiť na asteroidoch. Oproti bitcoinu má zlato obrovský marketingový náskok. Tisícročia trvajúca kampaň viedla k tomu, že takmer každý na svete vie, ako „funguje“. Tu má bitcoin čo doháňať. Okrem toho zlato má na rozdiel od bitcoinu, ale aj dnešných zlých peňazí, stabilné nepeňažné využitie, napríklad v podobe jeho priemyselného použitia či okrasnej funkcie. Tento nemonetárny dopyt vytvára dno pre jeho cenu v prípade, že stratí svoju peňažnosť. Subjektívny nemonetárny úžitok, a teda dno majú síce niekde aj bitcoiny, keďže inak by ich nik neakceptoval v prvých výmenách za iné statky, no túto „vstupenku do geek klubu“ považuje za hodnotný statok len drobný zlomok technicky vyspelej populácie. Katastrofická cena bude preto výrazne bližšie k nule, než v prípade zlata.

Napriek tomu, že sa bitcoinu pravdepodobne transformácia na peniaze nepodarí, považujem ho za užitočnú platobnú infraštruktúru, ktorá predstavuje alternatívu k štátom kontrolovanému a kartelizovanému oficiálnemu bankovému sektoru. Bitcoin možno vnímať ako relatívne lacný, anonymný platobný systém, ktorý sa dá využiť v prípade potreby prevodu iných peňazí, napríklad zlata. Nízke transakčné náklady a obrovský potenciál vo využití pre občanov, ktorí sa bránia pred zneužitím štátnej moci, mu sľubujú úspešnú budúcnosť. Tak ako pri iných pokusoch o vytvorenie finančných alternatív poslúži paranoická reakcia štátov voči bitcoinu na vzdelávanie obyvateľstva o nedobrovoľnej podstate dnešného systému. Prevratný spôsob decentralizovanej správy účtovných zápisov, ktorý koncept bitcoinu priniesol, navyše poskytuje obrovské možnosti aplikácie v iných oblastiach decentralizovanej, automatizovanej evidencie majetku, zmlúv či pravidiel. Na myšlienke bitcoinu je možné postaviť decentralizovaný register nehnuteľností, akciový trh či bez živých sudcov automaticky fungujúce decentralizované súdy.<sup>909</sup> Bitcoin podkopal zastarané, neefektívne hierarchické centralizované štruktúry a pootvoril dvere k riešeniam spoločenských problémov, keď poriadok generuje anarchia.



## Slobodu úrokom - koniec štátneho peňažného monopolu

### Dovoľme im súťažiť - konkurencia súkromných peňazí garantom kvality

Ideálne peniaze by boli... Túto vetu neviem sám dokončiť. Mám síce názor, no nik úprimný nemôže mať istotu. Kedysi to bolo striebro a zlato, no ekonomika sa rýchlo mení, a ako peniaze možno môžu dnes slúžiť aj iné statky či výlučne elektronické reprezentácie statkov v podobe databázových zápisov. Viem si predstaviť črty ideálneho domu, no chýba mi množstvo informácií na to, aby som si bol istý, či je vhodný na bývanie, a zároveň, či by ho vedeli trhy za prijateľnú cenu postaviť. A niekedy si ideál neviem ani len predstaviť a niekto musí moje potreby, ktoré majú byť uspokojené, najskôr objaviť, ako sa to stalo v prípade internetu. Netrúfam si preto povedať, či by bol pre svet najlepší zlatý alebo strieborný štandard, čisto papierové alebo elektronické peniaze, bitcoin krytý zlatom, predplatné telefónnych operátorov alebo zmenky Warrena Buffeta. Existuje však spôsob, ako to zistiť. Používame ho pri väčšine iných statkov a funguje zázračne dobre.

Konkurencia kreatívnych podnikateľov motivovaných ziskom v interakcii s neúprosnou spotrebiteľskou voľbou prinesie také dobré peniaze, ako sa len dá. Podmienkou je však slobodné prostredie, bez štátom vynucovaných regulácií. Bez konkurencie nemôžu existovať kvalitné jogurty, nieto dobré peniaze. Umožnenie konkurencie súkromných producentov peňazí predstavuje jednoduchú a lacnú reformu, bez nutnosti prechodného obdobia a so zásadnými dôsledkami na zlepšenie fungovania finančného systému. Stačí pozmeniť pár paragrafov a umožniť to, čo štát toleruje inde, aj v oblasti peňazí. Súkromná produkcia alternatívnych peňazí by opäť priniesla konkurenčný tlak a vánok inovácie do zatuchnutého finančného systému monopolných, zlých peňazí. Ľudia by získali alternatívy, ako sa vyhnúť inflačnému zdaňovaniu nevolenými zástupcami v centrálnej banke. Prvým krokom v rámci tohto minimalistického návrhu by bolo zrušenie statusu zlých peňazí ako zákonného platidla. Štát by mal napraviť svoje dlhodobé zlyhanie v oblasti poskytovania spravodlivosti v uzatváraní dobrovoľných zmlúv a tie vymáhať v tom, v čom sa uzatvoria. Ak viem, že od odberateľa nevysúdím zlaté koruny, tak ako bolo dohodnuté v zmluve, ale súd mu umožní vyplatenie záväzku v nechcených eurách, potom budú hrať súkromné alternatívne peniaze proti zlým štátnym neustále futbalový zápas do kopca.

*„To by bol taký neporiadok, keby si tu konkurovali rôzne meny, že ľudia by si nevedeli vybrať,“* znie častá obava pri návrhoch na opätovnú slobodu v produkcii peňazí. Ľudia pritom nemali po páde komunizmu príliš veľký problém vybrať

si z množstva jogurtov, rôznych značiek áut či softvér na spracovanie textových dokumentov. Práve naopak, mnohí majú z tej rôznorodosti radosť. Navyše, určitú menovú konkurenciu tu máme už dnes, akurát súťažiť môže iba kartel národných monopolných producentov s pošramotenou históriou v podobe štátov. Obávať sa problémov spôsobených rôznorodou ponukou nie je namieste v čase, keď takmer každý nosí vo vrecku superinteligentný počítač, na ktorom má nainštalovaných asi 80 rôznych aplikácií. Nakoniec aj tak ľudia na trhu svojím slobodným hlasovaním vyberú štandard. Tak ako pri jazykoch, aj pri konkurencii rôznych peňazí možno očakávať, že vďaka sieťovému efektu sa jedna z alternatív utrhne, rýchlo zaberie trhový podiel ostatným, až nakoniec skončí s dominantným postavením. To však neznamená, že automaticky prídeme o výhody konkurencie. Plody trhového súťaženia v podobe kvality za rozumnú cenu vyplývajú z otvorených dverí na vstup do odvetvia, a z hrozby, že ich môže hocikto použiť. Prežívajúce menšie alternatívny budú vyčkávať a akékoľvek zaváhanie tohto spotrebiteľského monopolu využijú na ovládnutie uvoľneného priestoru tak ako dospelé, no drobné stromy stojace v tieni rastovým špurtom zaplnia dieru v korune stromov po páde niektorého giganta. Kľúčové je, že víťaza vyselektuje trhovú súťaž. Aj on bude musieť byť vďaka otvoreným dverám na vstup konkurentov neustále v strehu. Nastolenie nového peňažného štandardu, keď by súkromné peniaze vďaka spotrebiteľskej voľbe obsadili väčšinu trhového prostredia, by konečne odpolitizovalo peniaze. Rozsekol by sa zhubný zrast monetárnej a fiškálnej politiky, ktorý umožňuje zneužívať zlé peniaze na mocenské a fiškálne ciele. Bolo by menej štátneho a súkromného dlhu, hospodárskych cyklov, finančných kríz, neefektívnych výdavkov, vojen a príliš bohatých bankárov na to, aby im štát nepomohol.

### Poistenie vkladov v bankách - zbraň hromadného ničenia zodpovedného bankovníctva

Tento raj na zemi nepríde hneď po prvej bankovke, súkromne vydané vo vyspelom svete za viac než storočie. Pri peniazoch existuje, podobne ako pri jazykoch, veľká miera zotrvačnosti. Ak by sme sa všetci museli posledných 50 rokov dorozumievať štátom nanúteným esperantom, proces prechodu k prirodzenejším a efektívnejším jazykom by tiež trval nejaký čas. Príklady zo sveta ukazujú, že výhody koordinácie a náklady na zmeny vedú k tomu, že domáce obyvateľstvo je predtým, než sa začne hromadne snažiť prejsť na zahraničné meny, ochotné vydržať zneužívanie aj 20- až 30-percentnou cenovou infláciou. Počas obdobia intenzívnej súťaže o monetárneho hegemonu by sa mali podniknúť ďalšie kroky na ozdravenie finančného sektora. Dôležitou korekciou je, aby vkladatelia opätovne získali citlivosť na riziká, ktorým ich manipuláciou s peniazmi vystavujú bankári. Poistením vkladov štát vytvára problémy externalít v bankovom sektore.

Banky, ktoré viac riskujú, si môžu ponechať celý zisk takéhoto správania, no prípadné náklady prehodia na celý systém. Ako keby sa tí, čo platia cestovné v hromadnej doprave, museli skladať na úhradu pokút čiernym pasažierom. Povinné poistenie tak trestá zodpovedné správanie. Nielen u bánk, ale aj u ľudí. Od rizika zdanlivo izolovaní vkladatelia sa nezaujímajú o podnikanie inštitúcií, ktoré spravujú ich peňažné úspory. Výberu banky, ktorej zveria svoje peniaze, venujú menej pozornosti ako voľbe mobilného operátora. Naopak, za vkladanie svojich peňazí do zodpovednejších inštitúcií sú trestaní nižšími výnosovými úrokmi. Počas finančnej krízy boli bankrotujúce americké banky schopné zvyšovaním úrokov ešte pár dní pred defaultom získavať obrovské množstvo nových peňazí. Týchto vkladateľov nezaujímal nič iné, len výška úrokov, keďže tým nič neriskovali. Perverzný systém vedie k tomu, že namiesto bankrotu nezodpovedných bánk a strát vkladateľov, ktorí im požičali peniaze, potom zažívame celosystémové bankové krízy s dosahom na ekonomiku. V kríze dôjde k odpisu časti vkladov všetkých vkladateľov alebo k prefinancovaniu rekapitalizácie bánk z verejných zdrojov. Prvýkrát bolo poistenie vkladov zavedené počas bankovej paniky v roku 1907 v Oklahome. Plošne bola v USA táto schéma zavedená v rámci nového bankového zákona v roku 1933 s tým, že ide o dočasné opatrenie platné len medzi prvým januárom a prvým júlom 1934. Tak ako aj v prípade mnohých iných dočasných vládnych programov, aj prípade tohto sa jeho existencia natiahla. Že sa dá existovať aj bez poistenia, ukazuje Nový Zéland, ktorý takúto povinnú schému nemá. Aby mohli vzniknúť kvalitné súkromné peniaze, treba okrem zrušenia štátnych garancií finančnému sektoru spáliť hrubú prikrývku neefektívnej dusivej bankovej regulácie, ktorá sa za posledné storočie na sektor po pravidelných krízach naukladala. Dôraz treba klásť na efektívne vymáhanie pohľadávok a dodržiavanie vlastníckych práv. Kým nebude princíp „padni komu padni“ fungovať aj vo finančnom sektore, dovedy budeme účty za bankárov platiť všetci.

### Centrálne bankovníctvo je prežitkom z dôb centrálného plánovania

Centrálna banka je jedným z neefektívnych štátnych monopolov, ktorému sa nedá vyhnúť. Deti môžem poslať do súkromnej školy, koleno si môžem dať operovať v súkromnej klinike, no súkromné peniaze si do peňaženky dať nemôžem. Ak funkciu zúčtovacej jednotky preberú súkromné peniaze, potom sa monetárna politika stane neefektívnou a centrálna banka zbytočnou. Prestane disponovať schopnosťou vyvolávať v ekonomike monetárne ilúzie a mýliť ekonomických aktérov. Stratí schopnosť okamžitého vyvlastnenia súkromnej sféry a zlepší sa stabilita vlastníckych práv v ekonomike. Vzrastie informačná hodnota cien, ktorých signál prestane byť zašumený<sup>910</sup> inflačno-deflačnými následkami krokov štátneho monopolu. Prestane falšovanie databázy, kde je uložené rozdelenie hodnôt v spo-



ločnosti. Základná merná jednotka v ekonomike, na ktorej stoja investičné plány, podnikateľské kalkulácie a zmluvné vzťahy, prestane byť závislá od rozhodnutia plánovacej komisie v centrálnej banke, ideologického presvedčenia a motivácií jej členov. Centrálna banka prestane manipulovať ceny akcií, domov, dlhopisov a veľkosť hrubého domáceho produktu.

Plánovanie centrálnej banky je prežitkom z čias, keď ekonómovia verili v to, že vedia riadiť ekonomiku. Centrálné banky zlyhávajú, ceny neustále rastú a v strednodobom a dlhodobom horizonte sa cenová nestabilita ich politikou zvýšila. Americká ekonomika zažila najdevastujúcejšiu cenovú defláciu (počas Veľkej hospodárskej krízy) a najhoršiu cenovú infláciu v histórii od americkej občianskej vojny (70. roky a obdobie tzv. Veľkej inflácie) až po vzniku centrálnej banky. Fed zrušil neškodnú cenovú defláciu vyplývajúcu z rastu produktivity a znehodnotil kúpnu silu dolára. Bez toho, že by došlo k výraznej stabilizácii reálneho amerického produktu. Po druhej svetovej vojne nedošlo v porovnaní s obdobím pred prvou svetovou vojnou k redukcii frekvencie a dĺžky recesií.<sup>911</sup> Zdanlivý pokles hĺbky a frekvencie povojnových výkyvov v ekonomickej aktivite v porovnaní s obdobím pred založením Fedu bol spôsobený nevhodným porovnávaním pred- a povojnových údajov zbieraných rozdielnou metodikou. Centrálné banky neodstránili finančné krízy, bankové paniky, nepriniesli rýchlejší hospodársky rast, ani nižšiu nezamestnanosť. Obdobie Veľkého umiernenia, keď sa frekvencia a hĺbka recesií dočasne znížili, a ktoré považujú centrálni bankári za svoj najväčší úspech, niektorí ekonómovia vysvetľujú skôr stabilizačným efektom vyššej účasti širokej verejnosti na trhoch finančných aktív vďaka deregulácii a novým finančným produktom pre veľkých a malých investorov.<sup>912</sup> Navyše bolo toto obdobie zaplatené následnou masívnou finančnou a hospodárskou krízou. Nezamestnanosť po založení amerického Fedu je vyššia ako pred jeho založením, a po opustení akejkoľvek vazby na zlato sa ešte zvýšila. História ukazuje, že ekonomike nerobí problém mierny pokles cien vyvolaný rastom produkcie. Je ľahko predpovedateľný, a preto ho rovnako ako miernu cenovú infláciu vedia ľudia zapracovať do dohodovania o mzdách alebo o dlhových zmluvách. Problémom sú náhle prepady cien v ekonomike z dôvodu zániku časti peňažnej zásoby alebo paniky vo finančnom systéme, ktorá vedie k zvýšenému dopytu po peniazoch a poklesu počtu transakcií s jednou peňažnou jednotkou. Ako hovoril Mises, ak niekoho prejde nákladné auto, riešením nie je, aby cez neho precúvalo späť. Tak ako má negatívne dosahy inflácia, má ich aj deflácia. Cieľom by mali byť preto stabilné peniaze, ktorých peňažná zásoba sa príliš nemení. Aj tento problém pomôže riešiť odstránenie centrálnej banky. Tá nebude môcť novými peniazmi a znížením úrokov vyvolať predchádzajúci nezdravý rast a nafúknuť bubliny, ktoré musia po znížení tempa inflácie nevyhnutne prasknúť. Existencia veriteľa poslednej inštancie zvyšuje pravdepodobnosť jeho využívania. Účastníci trhu počítajú s jeho pomocou a adekvátne zvýšia mieru rizika, ktorú akceptujú vo svojich obchodoch. Bankári tak držia rizikové, volatilné aktíva s vyšším poten-

ciálnym ziskom vediac, že im spoločnosť prostredníctvom centrálnej banky kryje chrbát, a v prípade problémov ich od nich odkúpi za výhodných podmienok. Takéto poistenie proti strate likvidity hrazené zvyškom ekonomiky sa prejavuje aj neochotou znížiť mieru finančnej páky, ktorú využívajú vo svojom podnikaní.<sup>913</sup> Zisky, ktoré finančníci takto tvoria, potom nepochádzajú z použitia ich kapitálu, ale kapitálu celej spoločnosti. Existencia centrálnej banky tak vedie k neprimeranému a nežiaducemu riskovaniu finančného systému a neefektívnym nákladom znižujúcich blahobyt celej spoločnosti. Výsledkom je množstvo neproduktívneho dlhu, prehnaná spotreba, nedostatok úspor a znížená produkčná schopnosť ekonomiky.<sup>914</sup> Aby bolo možná efektívna alokácia kapitálu<sup>915</sup> v čase, treba zrušiť centrálnu banku a oslobodiť úroky z otroctva plánovania bankovej rady.

### Čo s bankovníctvom na frakčných rezervách

Za výkyvmi v množstve peňazí však nie sú len centrálné banky. Ako už bolo popísané, veľká časť novej peňažnej zásoby, ktorá nafúkne bubliny a pomýli ekonomických aktérov, vzniká v bankovom systéme. Novovytvorené úvery na frakčných rezervách v komerčných bankách sú zosilňovačom signálov z centrálnej banky. Aj v systéme súkromných peňazí zostane motivácia bánk vytvárať na rezervách nekryté vklady a získať z nich úrok. Niektorí ekonómovia by bankovníctvo na frakčných rezervách preto najradšej zakázali.

Zakázať možno zavádzanie klientov pri bankových službách. Kvalitný poskytovateľ spravodlivosti by nemal tolerovať v systéme zmluvy, keď jedna zo strán nie je informovaná o ich skutočnej podstate. Väčšina ľudí si dnes myslí, že vklad na bežnom účte je reálny vklad splatný na požiadanie. Tieto peniaze zahŕňajú do svojich subjektívnych peňažných zostatkov, čo ovplyvňuje ich nákupné správanie a ceny. Banky sa zas k nim správajú ako ku klasickým úverom, a plne nimi disponujú. Ekonomická neistota vyplývajúca z tolerovaného právneho paškvilu, keď sa úvery tvária ako vklady, a dve osoby majú okamžité dispozičné právo k tej istej peňažnej jednotke, treba napraviť. Z ekonomického hľadiska možno bankovníctvo rozdeliť na dve kategórie. Jedna spočíva v úschove peňažných prostriedkov a vykonávaní platobných služieb. Takéto vklady zostávajú v plnom vlastníctvom vkladateľa, môže s nimi okamžite disponovať a nevstupujú na súvahu banky. Vkladateľ z nich nemôže očakávať výnosový úrok, keďže jeho peniaze sa nikomu nepožičiavajú. Druhou kategóriou je investičné bankovníctvo, napríklad v podobe termínovaných účtov. Tu ide o úverovú zmluvu, a nie skutočný vklad. Investor môže očakávať úrokový výnos, no zároveň musí niesť aj časť podnikateľského rizika vyplývajúceho z pozície veriteľa.

V úverovej zmluve otvárajúcej termínovaný účet musí byť jasne uvedené, že existuje vopred stanovená doba viazanosti a banka nemôže garantovať okam-

žité disponovanie zverenými prostriedkami, prípadne iba za cenu straty časti istiny. Takéto pohľadávky voči investičným bankám, napríklad v podobe zostatku na termínovanom účte, by na trhu nemohli napriek svojej vysokej peňažnosti slúžiť ako skutočné peniaze a zúčtovacia jednotka. Ide len o pohľadávku, čiže právo na dodanie peňazí v budúcnosti, preto by sa nemohli obchodovať jedna k jednej k samotným peniazom, ktoré sú splatné okamžite, tu a teraz. Zostatky na investičných účtoch by sa obchodovali za rôzne ceny pod par (teda nie jedna k jednej) k skutočným peniazom v závislosti od likvidity, kredibility banky a podmienok na trhu. Ich ceny by sa denne menili podobne, ako sa hýbu ceny akcií, ktoré plnia rovnakú ekonomickú funkciu – transformáciu krátkodobých úspor na dlhodobé financovanie. Pri akciách každý vie, že ich cena nie je garantovaná, a čím viac ľudí bude chcieť naraz predáť, tým nižšiu cenu za svoj podiel človek získa. Napriek tomu, že dnešné zostatky na bežných a sporivých účtoch plnia rovnakú ekonomickú funkciu, banky a štát predstierajú, že tu k cenovým fluktuáciám týchto peňažných substitútov nedochádza. Ilúziu, že každému môže byť vyplatená okamžite celá istina, napriek tomu, že je investovaná v dlhodobých nelikvidných aktívach, dotujú z verejných peňazí alebo centrálnou bankou.

Ďalším potrebným reformným krokom na ceste k zdravému finančnému systému by bolo zrušenie špeciálneho prístupu vymáhania pohľadávok voči bankám, keď štátny poskytovateľ spravodlivosti umožňuje finančným inštitúciám odkladanie splatnosti na papieri okamžite splatných záväzkov alebo dokonca zabezpečí bankové prázdniny. Efektívne vymáhanie základných vlastníckych práv, ktoré platia pre všetkých okrem finančného sektora, by umožnil zrušiť celý vesmír nezmyselných regulácií, ktoré sú len prekážkou vstupu do odvetvia. Rôznorodosť novovzniknutých drobných finančných firiem alebo lokálnych úverových družstiev by priniesla do odvetvia množstvo inovácií a miestnych riešení na mieru aj pre drobných podnikateľov.

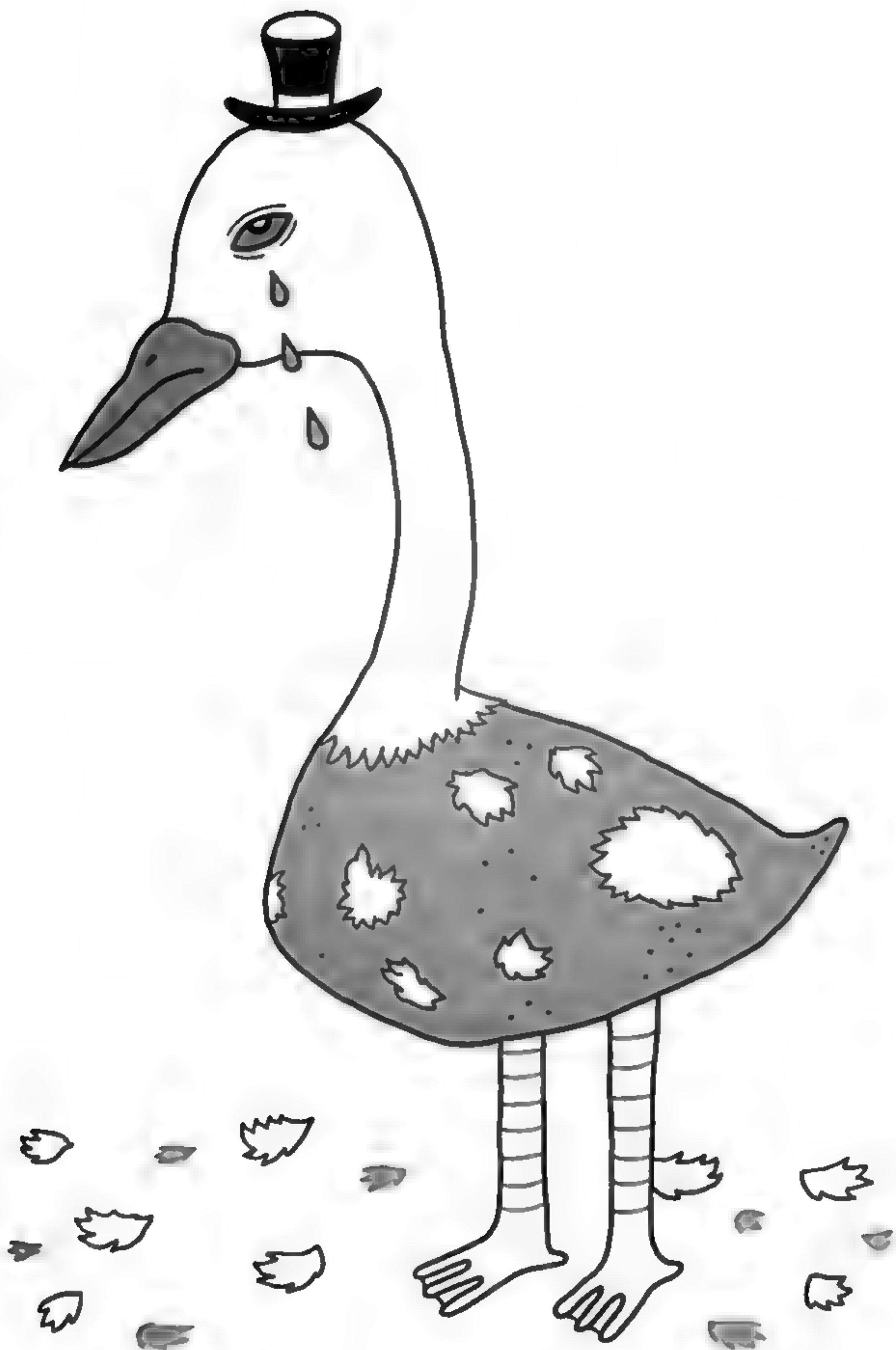
Samotný nesúlad splatností (maturít), keď sa dlhodobé záväzky kryjú krátkodobými pohľadávkami, sa zakázať nedá. Môže ho na svojej súvahe robiť ktorýkoľvek podnikateľ, nielen banka. Teda minimálne dovtedy, kým nebankrotuje. Na odhalenie nestabilných firiem a na ich odstránenie zo systému postačuje čas, ekonomický otras alebo aktivity iného podnikateľského subjektu, ktorý z platobnej neschopnosti konkurenta môže profitovať. Na potlačenie neudržateľného správania preto stačí bankám otvoriť dvere do kapitalistického pekla v podobe bankrotu. Jeho hrozba by mala podnikanie na frakčných rezervách, s peniazmi apatických vkladateľov výrazne obmedziť. Efektívne vymáhanie pohľadávok voči finančnému sektoru, ujasnenie právneho rámca bankového vkladu a konkurencia bánk by spolu viedli k riešeniu problému príliš nízkych rezerv. Tie banky, ktoré by riskovali príliš veľkú infláciu, by boli predmetom či už reálnych alebo virtuálnych behov. Ak by ich štát nechránil, nemohli by sa kartelizovať a postupne by z trhu vymizli. Je možné predpokladať, že peňažné substitúty v podobe bankoviek



a zostatkov na účtoch investičných bánk s frakčnými rezervami by sa obchodovali s diskontom oproti skutočným peniazom alebo vkladom v úschovných bankách so 100-percentnými rezervami. Banky by sa opäť stali hlavne sprostredkovateľom a nie producentom finančných úspor. Takýto systém by nezažíval obrovské fluktuácie v peňažnej zásobe a bol by stabilnejší. Pravidelne by nepadal celý systém, keďže by bolo umožnené zlyhanie jednotlivých bánk. Izolované bankroty negarantovaných, samostatných bánk, ktoré to prehneli s infláciou, by fungovali ako pravidelné lokálne lesné požiare, ktoré čistia les od ložísk starého suchého dreva. Chyby by sa v systéme nekumulovali a za krátkodobú stabilitu bankového sektora by spoločnosť neplatila cenu v podobe jeho celo-systémovej zraniteľnosti.

Siedmy diel

# Ako žiť dobrý život napriek zlým peniazom





Popísaná reforma finančného systému sa pravdepodobne v mojom živote neudeje. Dve najvplyvnejšie skupiny v spoločnosti – politická trieda a bankári – by spätnou privatizáciou produkcie peňazí stratili veľkú časť moci a monopolných ziskov. Šancu na zmenu môže priniesť iba chaotický rozpad finančného systému v ďalšej kríze alebo platobná alternatíva v podobe inovatívneho technologického riešenia, ktoré štát nebude vedieť zakázať. Obom týmto scenárom priradujem malú pravdepodobnosť. Som tak spolu s vami odsúdený na život so zlými peniazmi a tomuto rozsudku treba adekvátne prispôbiť svoje správanie. Najlepším spôsobom, ako sa brániť pred negatívnym dosahom krízy, je porozumieť jej dynamike a hlavným príčinám. To umožňuje lepšie interpretovať aktuálne udalosti a prispôbiť im pracovné, investičné a iné životné rozhodnutia. Vysvetlenie dynamiky krízy a úlohy zlých peňazí v nej bolo cieľom predchádzajúcich dielov knihy. Teória bez praktického použitia je len samoučelnou okrasou, podobne ako veľké svaly kulturistu, ktorý ich mimo posilňovne nevie nikde použiť. Nechcem a nemôžem nikomu radiť, čo má robiť. Vedíme rozmanité životy, máme rozdielne zamestnania, vek, ciele a preferencie. Minimálne môžem však popísať, ako v tejto knihe popísaná teória ovplyvňuje moje vlastné rozhodnutia.

Začnime tým najdôležitejším. Snažím sa vychutnávať si život bez ohľadu na zlé peniaze, finančné krízy a nekompetentných politikov. Každý deň som vďačný za to, že som zdravý a mám čo jesť. Všetko navyše je luxus, ktorý si patrične užívam.

## 1 Klamári

„Keď ide do tuhého, musíte klamať,“ povedal 20. apríla 2011 Jean-Claude Juncker, Mr. Euro, vtedajší prezident euroskupiny, držiteľ európskej ceny Vision for Europe z roku 1998 za „výnimočné úspechy v posúvaní Európy do budúcnosti“ a od roku 2014 aj prezident Európskej komisie.

„Naše banky sú silné. A budú silné ešte mnoho, mnoho rokov.“ Henry Paulson, americký minister financií, marec 2008.<sup>916</sup>

„...Cyperská centrálna banka zdôrazňuje, že akákoľvek akcia zameraná na redukciiu, zbavenie alebo obmedzenie vlastníckych práv vkladateľov protirečí ústave Cyperskej republiky a článku 1 Európskeho dohovoru o ľudských právach, ktoré zabezpečujú ochranu práva vlastniť majetok, a sú také kľúčové pre fungovanie trhovej ekonomiky. Preto akékoľvek náznaky opačných krokov sú nielen právne nepodložené, no nezaslúžia si ani seriózne zvažovanie.“<sup>917</sup> Vedúci kancelárie guvernéra Cyperskej centrálnej banky a komunikácie George M. Georgiou v liste z 11. februára 2013, 6 týždňov pred vyvlastnením takmer polovice vkladov obyvateľstva nad 100 000 eur v niektorých bankách.

Keď je zle, politici a ich ekonómovia nemajú problém klamať. O čo usilovnejšie sa ma snažia o niečom v médiách presvedčiť, o to väčšiu istotu mám, že ide o účelo-

vú lož. Nie nadarmo sa hovorí, že v politike netreba veriť ničomu, kým to nie je oficiálne popreté. Dobrou stratégiou je predpokladať, že pravda môže byť v čase krízy opakom toho, čo sa oficiálne komunikuje, a spraviť to, od čoho politici odhovárajú. Asi najpriehľadnejšie a v krízových situáciách konzistentne klamú centrálni bankári. Vyplyva to z ich snahy robiť monetárnu politiku aj svojimi verbálnymi prejavmi. Silený optimizmus používajú vo vratkom systéme frakčných rezerv postavenom na prchavej dôvere ako jeden z nástrojov stabilizácie. Kríza priniesla množstvo príkladov. Šéf Fedu Ben Bernanke pol roka pred kolapsom finančného systému verbálne intervenoval takto: *„Kapitálová primeranosť zostáva medzi najväčšími bankami dobrá a nepredpokladám žiadne vážne problémy...medzi veľkými, medzinárodne pôsobiacimi bankami, ktoré tvoria zásadnú časť nášho bankového systému.“*<sup>18</sup> Pri omyloch centrálnych bankárov nejde o náhodné chyby, ale o signál, ktorý sa dá obchodovať, ak sa zneguje. Prezident ECB Jean-Claude Trichet: *„Špekulovať na default Grécka je po opatreniach, ktoré sme prijali minulý štvrtok, absolútne istým spôsobom, ako prísť o peniaze.“*<sup>19</sup> Toto odkázal investorom po jednom z krízových európskych samitov v júli 2011, na ktorom bol ohlásený druhý záchranný balík pre Grécko v objeme 110 miliárd eur. Kto spravil presný opak toho, čo odporúčal šéf ECB – dlhopisy predával a nakupoval poistenie proti defaultu, mohol za necelý polrok do reštrukturalizácie gréckeho dlhu zarobiť takmer tisíc percent *„Veda je viera v ignoranciu expertov,”* povedal známy fyzik Richard Feynman.<sup>20</sup> Brať tvrdenia expertov s rezervou nie je trúfalosť, ale povinnosť. Najmä v spoločenských vedách, kde sú prezentované názory často postavené skôr na hodnotových súdoch než na dobrej teórii. Váhu výrokov expertov treba upraviť podľa zozbieraných dát o úspešnosti ich predikcií v minulosti. Dôležitým ukazovateľom je aj miera, v akej sa chyba experta dotkne jeho vlastného majetku, príjmu a spoločenského statusu. Ak chyba nebude mať zásadný negatívny dosah na jeho vlastný život, potom jeho názory netreba brať až tak vážne. Kto nemá „zainvestované“, ten si môže dovoliť ohýbať realitu podľa vlastných cieľov a ideológie. Ak mi niekto radí, ako mám investovať, potom ma zaujímajú jeho odporúčania z minulosti a hlavne, kde má svoje úspory on sám. Politika zas neposudzujem na základe predvolebného programu alebo podľa toho koľko bradavíc má vyretušovaných na predvolebných bilbordocho, ale podľa jeho hlasovania o konkrétnych zákonoch v parlamente.

## 2 Premyslená informačná diéta

Moje telo je postavené z toho, čo jem. Keďže chcem, aby fungovalo čo najlepšie, dávam si pozor na kvalitu a pôvod toho, čo si každodenne dávam do úst. Od informácií, ktoré pravidelne konzumujem, zas závisí, s čím pracuje moja myseľ. Uvedomelý výber vhodných zdrojov informácií je preto dôležitým krokom k lepšiemu pochopeniu sveta a k informovanejším rozhodnutiam týkajúcim sa vlast-

ného života. Asi najhorším zdrojom informácií sú televízne správy. Sú ešte horšie než zaplattený príhovor politika so servilným moderátorom. Navodzujú zdanie objektivity. Jednotlivé správy, ako ich vybral vedúci vydania, sú pre mňa ekvivalentom spamu, keďže sú všetky nevyžiadané. Na rozdiel od novín sa v nich ani nedá preskakovať podľa relevantnosti titulku. Preto ich považujem za zabíjanie času. Napriek tomu, že majú len obmedzenú informačnú hodnotu, stále pretrvávajú ich vysoká popularita. Šťasti za to môže zotrvačnosť z čias, keď rádio a neskôr televízor boli jediným informačným médiom, a preto aj najdôležitejším nástrojom štátnej propagandy a masovej koordinácie. Televízne správy sú dnes skôr zábavou pre masu než snahou o podanie realistického obrazu sveta. Ich úlohou je udržať pozornosť diváka unaveného po práci medzi jednotlivými reklamnými blokmi, pričom aktuálne udalosti sú lajtmotívom. Skôr než detailného spracovania objektívne dôležitých udalostí sa preto dočkáme banálnych praktických rád pre priemerného diváka a príjemného potvrdzovania stereotypov, prípadne prevažujúceho názoru. Preto sa v správach dozviem dekády sa nemeniaci termín daňového priznania, o koľko zdraželi vajcia, kde Slováci opäť vyhrali a že veľký nadnárodný reťazec mohol teoreticky otráviť svojich zákazníkov, čomu v poslednej chvíli zabránil nejaký úrad. Neoddeliteľnou súčasťou sú šokujúce zábery na mŕtvoly, poodhalené prsníky a prírodné katastrofy prinášajúce trochu vzrušenia do inak nudného života diváka. Klebety zo života bohatých, mocných a pekných zas ľuďom pred obrazovkou dávajú pocit, že sú spoločensky zosieťovaní. To nie je kritika, len upozornenie pre tých, ktorí si to ešte nevšimli, a to, čo vidia v televízii, považujú za informácie o svete. Rozhorčovať sa nad jej nízkou vzdelávacou hodnotou je podivné. Televízia nie je substitútom učebnice matematiky, ale nahrádza klebetenie na priedomí a návštevu cirkusu. Kto sa chce skutočne vzdelávať, nech to vypne a otvorí si knižku.

Nedostatkom, ktorý sa týka formátu správ bez ohľadu na médium, je, že sú umelelo zosilnené. Aj dobrým, aj zlým smerom. Realita je vždy nudnejšia ako správy o nej. Nepríde kolaps ekonomiky, len jej spomalenie. Nejde o prudký rast nášho bohatstva, ale iba o poskočenie HDP. Médiá nafukujú dôležitosť aj bezvýznamného šumu. Noviny treba predávať každý deň, správy v rádiu či televízii tiež nemožno odbiť suchým oznamom moderátora: „*Dnes sa opäť nič zásadné nestalo, preto pokračujeme počasím...*“ O svete vieme omnoho menej, ako by sa mohlo zdať na základe vyjadrení expertov, ktorí dostávajú priestor v médiách. Predstavte si, že redaktor príde za tromi expertmi a spýta sa ich, čo možno očakávať od nadchádzajúceho roka. Jeden povie: „*Neviem.*“ Druhý: „*Nič zásadné sa nestane.*“ A tretí: „*Príde armagedon!*“ Len posledná správa má potenciál zaujať konzumenta, preto bude neprimerane, nadmieru zastúpená v mediálnom obraze sveta. A keď niekto vysvetľuje, prečo klesli alebo stúpili ceny akcií, okamžite to vypnite. Dôležitých udalostí sa nedeje zas tak veľa, médiá sú vďačné za každú katastrofu či nešťastie, ktoré prirodzene empaticky nastavených ľudí vždy fascinuje. A o zlé správy na zemeguli, kde denne zomrie 16 000 detí mladších ako 5 rokov, nie je núdza. Pri konzumácii informácií z médií treba mať tento



posun k senzáciám neustále na pamäti. Úlohou médií je spraviť z komára somára. Svet je výrazne lepší a pokojnejší, než by sa mohlo zo správ zdať.

Dobрым spôsobom, ako odstrániť šum od skutočných informácií, je čítať výhradne týždenníky alebo dokonca mesačníky. Správa, ktorá prežije niekoľko týždňov, si pravdepodobne pozornosť zaslúži. Alebo médiá nesledovať vôbec a spoliehať sa na to, že dôležité informácie sa k vám dostanú cez ľudí, s ktorými sa stretávate. Viac informácií automaticky neznamená lepšie rozhodnutia. Často je to naopak. Radšej kilo čistého zrna než desať kíl skrytých v tone pliev. Ušetrený čas sa dá investovať do čítania kníh, ktoré sú z hľadiska vzdelávania výrazne hodnotnejším zdrojom, alebo do inej produktívnej činnosti. Blahodarné účinky informačného pôstu som si odskúšal na niekoľkomesačnej dovolenke. Nič dôležité mi neuniklo a ušetril som čas a pozornosť, ktorú každý deň plytvám na nepodstatné detaily plniace médiá. Menej radikálnym postupom ako totálna informačná hladovka je využitie sociálnych médií na selekciu toho, čo si zaslúži pozornosť. Premysleným výberom priateľov na facebooku alebo odoberaním tweetov od ľudí z praxe alebo akadémie s podobnými záujmami sa dá úspešne nastaviť spamový filter pri získavaní informácií o aktuálnych udalostiach. Jednoducho a zadarmo sa možno dostať ku krátkym komentárom aktuálnych udalostí povolaných odborníkov či kvalitných novinárov, ktorí tému dlhodobo sledujú. Twitter feed je mojimi novinami. Bez zbytočných komentárov núl domácej politickej scény, obmedzeného národného vnímania sveta, horoskopu, krížovky, praktickej prílohy pre záhradkárov, športovej strany a hlavne bez uzávierky. Na sociálnych sieťach sa možno dostať k článkom vytvoreným najlepšími a najinformovanejšími na svete v reálnom čase tak, ako sa udalosti dejú. Dôležité je sledovať aj množstvo ľudí, s ktorých názormi zvyčajne nesúhlasím. Ich pohľad na svet, pre mňa neprirodzený, mi môže pomôcť objaviť nové vzťahy, ktoré sú pre mňa neviditeľné. Vďaka nim pravidelne objavujem veci, ktoré z dôvodov mojej predpojatosti bežne prehliadam. Keď informácie získavam aktívnym výberom vlastných informátorov z celého sveta na sociálnych sieťach, vyhnem sa zámerne či nevedomky deformovaným správam z médií, kde na zverejnených správach vidieť vplyv politikov, majiteľov či inzerentov. Často skôr na tom, čo sa do nich nedostane.

### 3 Asymetrická bolesť dlhu

Zlato je platidlom kráľov, striebro platidlom gentlemanov, barter platidlom roľníkov, dlh platidlom otrokov, hovorilo sa kedysi. Dnes je to inak. Za spotrebu na dlh sa už dávno nik nehanbí, ľudia sa predschrválenej pôžičke v banke tešia ako z výhry v lotérii. Banky nadšene poskytujú úvery často finančne negramotným a právne bezbranným domácnostiam radšej, než rizikové pôžičky podnikateľom. Kým podnikateľ môže bankrotom presunúť problém na banku, domácnosť sa zly-

haným dlhom voči banke dostane do vazalského stavu. Život na sekeru neustále posväcujú keynesiánsky ladení ekonómovia. Ľudia majú variabilné príjmy a stabilné potreby. Preto si niektorí pomáhajú dlhom. Neodopriem si predsa dovolenku v lete len preto, lebo odmeny dostanem až v decembri. Spotrebný úver poslúži ako diera v časopriestore, cez ktorú si budúce zimné príjmy užijem už teraz v auguste na pláži. Sám som svoju spotrebu zatiaľ dlhom nevyhladzoval. V takom postupe vidím dva druhy rizika. Prvé spočíva v tom, že vďaka kreditným kartám a ľahkému prístupu k úverom mnoho domácností nepostrehne, že spotrebu vyhladzujú na príliš vysokej úrovni. Že si žijú nad svoje pomery, na čo sa ľahko zvyká. Výdavky stabilne presahujú príjmy a dlh domácnosti sa neustále zvyšuje. Druhým, závažnejším rizikom spotreby na dlh je, že ide o dvojité stávk. Dlžník verí, že v čase splatnosti úveru bude mať rovnaký alebo vyšší príjem ako dnes, a zároveň dúfa, že ho v budúcnosti nepostihne nepredvídaná výdavková katastrofa. Napríklad v podobe prudko rastúcich úrokov, nabúraného auta, zaplaveného domu či rozvodu. Ak príjmy vypadnú z dôvodu výpovede či úrazu, alebo narastú neodkladné výdavky či úrokové náklady, potom sa vyhladzovač spotreby dostane do neprijemnej situácie, keď pýta úvery od známych, rodiny alebo je na splatenie dlhu nútený predávať majetok. Zadlženie je stávkou na stabilitu, dlžník je zraniteľný nepredvídateľnými šokmi a vzdáva sa svojej flexibility. Pre nákup niečoho, čo nebolo nevyhnutné na život, treba obmedziť spotrebu niečoho, čo potrebné alebo nutné je. Ako keď v rodine, kde na stene visí nový televízor s plochou obrazovkou, nie je dosť peňazí na to, aby deti dostali niekoľkokrát za týždeň na tanier aj skutočné mäso. V tejto asymetrii získaného úžitku k potenciálnemu utrpeniu spočíva zradnosť dlhu. Či také riziko stojí za to, je otázka individuálnych preferencií. No splatenie spotrebných úverov alebo prečerpaní na kreditke býva jednou z najlepších možných investícií s pevným výnosom. Nikde inde sa nedá tak ľahko získať bezrizikových 10 a viac percent.

Navyše nemám pocit, že už som vo fáze života, keď treba viac míňať než produkovať. Do dôchodku ďaleko, rodina hladná, deti nevzdelané. Po pokrytí základných potrieb definujúcich môj spokojný život chcem skôr šetriť a investovať než spotrebovávať. Spotreba predstavuje konečnú smrť, zánik ekonomického statku pri uspokojení nejakej konkrétnej potreby. Pri investícii sa statok síce tiež zničí, no v procese produkcie ešte hodnotnejšieho statku. Na konci je viac, nie menej. Keď riskovať dlh, tak za účelom investície. Tie zvyšujú produktivitu celej spoločnosti a oslobodzuje budúce generácie z chudoby. Rast bohatstva z dôvodu rastúcej produktivity umožnil život miliárd ľudí. Míňať na spotrebu menej, než môžem, preto považujem za ultimátnu formu charity a šetrný prístup k dostupným zdrojom. Napriek tomu, že žgrlošenie nevyzerá sexi.

## 4 Bývať „vo svojom“

Nemám ani hypotéku. S rodinou bývam v prenájme. Pre väčšinu Slovákov je to nepredstaviteľná situácia, takmer tragédia. Pravidelne sa o tom presviedčam pri lútošlivých pohľadoch v prípade, že téma rozhovoru zájde týmto smerom. „Dobrovoľne!“ chce sa mi vtedy zakričať. Na Slovensku chce každý bývať vo svojom, a to bez ohľadu na to, či na to má. S vyše 90-percentným podielom súkromného bývania sme za Litvou a Rumunskom tretí v EÚ. Kým u nás nebýva v prenájme ani desatina populácie, v susednom Rakúsku tak žije takmer polovica ľudí. Posadnutosť vlastníctvom nehnuteľností ide tak ďaleko, že poznám prípad slobodnej asistentky pracujúcej za priemernú mzdu, ktorá bola v snahe naplniť tento podivný sen ochotná zadlžiť sa na 30 rokov a draho kúpiť jednoizbovú kobku v prestarnutom sídliskovom paneláku. Rozhodnutie kúpiť nehnuteľnosť na dlh by malo byť racionálnou ekonomickou kalkuláciou. Dom alebo byt je statkom dlhodobej spotreby. V jeho nákupe sa mieša investícia so spotrebou. Nehnuteľnosť poskytuje služby bývania, ktoré však možno na trhu nakupovať aj priebežne formou nájmu. Mnoho ľudí zabúda na fakt, že nákup nehnuteľnosti je aj špekuláciou, investičným rozhodnutím s alternatívnymi nákladmi. Splátky nehnuteľnosti nemožno investovať do zvyšovania hodnoty svojho ľudského kapitálu, do podnikania, akcií alebo svojich detí.

V nehnuteľnosti nielen bývať, no zároveň ju vlastniť má svoje výhody aj nevýhody. Pre niektorých ľudí je výhodou už samotný subjektívny pocit vlastníctva. Existuje tu väčšia istota ohľadom dlhodobého využívania ako v prípade nájomnej zmluvy, kde prenajímateľ môže užívanie ukončiť a treba hľadať alternatívy. Tie sú navyše vzhľadom na malý trh a absenciu histórie nájomného bývania na Slovensku relatívne chudobné. Z dôvodu väčšej dlhodobej stability sa vo vlastnom oplatí viac investovať do úprav nehnuteľnosti či do jej vybavenia. Zakúpenie nehnuteľnosti predstavuje jednu z obľúbených foriem sporenia. Na dôchodku však treba tieto úspory v nehnuteľnosti aktivovať, napríklad vyžiadanim vyplácania dividendy od budúceho dediča. To na Slovensku stále nie je bežné a mnoho starých ľudí žije žobrácky život v nehnuteľnostiach za 100-tisíc eur. Dediči namiesto financovania života majiteľa nehnuteľnosti, ktorý im ju plánuje darovať, čakajú na jeho smrť ako na výhru v lotérii. Investícia do nehnuteľnosti môže chrániť úspory pred ich znehodnotením zlými peniazmi. Je to investičná stratégia, ktorej rozumie takmer každý, preto je veľmi obľúbená: „*Ved' ceny nehnuteľností neklesajú!*“ No niekedy aj klesajú a nik nevie, čo sa s nimi bude diať na rýchlo starnúcom Slovensku, kde sa najsilnejšie demografické ročníky blížia ku štyridsiatke. Ony majú svoju nákupnú horúčku vlastného bývania už za sebou a uvidíme, kto ich chýbajúci dopyt nahradí. Z investičného hľadiska preto vyzerajú atraktívnejšie než byt v paneláku napríklad poľnohospodárske pozemky, ktorých ceny stále za-



ostávajú za porovnateľnými pozemkami v iných krajinách únie. Pre zníženie rizika investovania do obytnej nehnuteľnosti je kľúčová obstarávacia cena a lokalita. Dôležité je nekúpiť draho, v čase, keď sa hodnota nehnuteľnosti nachádza výrazne nad čistou súčasnou hodnotou budúcich príjmov (nájomné) z nehnuteľnosti, očistených o náklady na opravy a dane. Teda vtedy, keď nie sú nehnuteľnosti v bubline. Diskontovať budúce príjmy treba alternatívnymi nákladmi v podobe výnosov, ktoré mohli investované peniaze priniesť napríklad z dlhopisov alebo na termínovaných vkladoch. Nehnuteľnosť by mala byť v oblasti, kde nebude núdza o dopyt. Pre niektorých ľudí, ktorí majú problém so sporením, môže byť povinná mesačná splátka hypotéky vítaným nástrojom externého donútenia k prospešnému správaniu. Na donútenie k sporeniu však existujú aj lacnejšie spôsoby, ako je hypotéka od banky.

## 5 Bývať v prenajatom

O nehnuteľnosť sa treba starať, na jej opravy a údržbu sú potrebné nemalé výdavky. V prenájme starosti domáceho majstra a kontraktora remeselníkov outsourcujete na vlastníka. Potreby bývania sa v čase so zmenou veľkosti rodiny či preferencií zvyknú meniť. A to nielen čo sa týka lokality, ale i druhu a veľkosti nehnuteľnosti. Predávať a kupovať po každej takejto zmene je časovo a finančne nákladnejšie, než si nájsť iný vhodný prenájom. Ak človek neplánuje v nehnuteľnosti bývať viac ako 5 rokov, potom je na zváženie nájom. Majiteľ nehnuteľnosti nesie riziko zvýšenia daní. Ak radikálne stúpnu, čo je momentálne na Slovensku, ale aj v iných predĺžených vyspelých krajinách v strednodobom horizonte pravdepodobný scenár, premietnu sa síce aj do ceny nájmu, no ja sa môžem presťahovať do menšieho, kým majiteľ veľkej nehnuteľnosti zaknihuje investičnú stratu. Napriek existujúcim výhodám vlastníctva som nikdy nepochopil túžbu bývať „vo svojom“ aj za cenu obrovskej hypotéky. Až do splatenia úveru je skutočným vlastníkom nehnuteľnosti banka, a nie dlžník. Človek preto býva v požičanom od banky. Kto neverí, nech skúsi neposlať pár splátok dlhu. Vysoký hypotekárny dlh predstavuje zraniteľnosť dlžníka voči poklesu cien nehnuteľností, nepredvídateľným katastrofickým výdajom a rastu úrokov. Hypotéka je v podstate dlhodobá stávka na to, že sa v osobnom živote neudeje nič, čo by malo zásadné dosahy na platobnú schopnosť dlžníka. Mnohým hypotekárnym dlžníkom nedochádza ani to, že podnikajú rizikovou investičnou stratégiu. Ľudia bývajúci v bytoch s hypotékou a s čistým dlhom špekulujú na trhu nehnuteľností cez finančnú páku. Nielen všetky svoje úspory, ale dokonca aj peniaze veriteľov, ktorým za to platia úrok, koncentrovane investujú do jediného konkrétneho aktíva. Majú všetky investičné vajíčka v jedinom košíku, dokonca tam priložili aj vajíčka susedov, pričom ručia za straty v prípade, že sa rozbijú. Koncentrácia všetkých úspor v nehnuteľnosti a neustály

tlak v podobe nutnosti pravidelných splátok obmedzuje slobodu dlžníka a jeho možnosť experimentovať s vlastným životom. Sú menej ochotní to risknúť s podnikaním alebo vyjednávaním lepšej práce mimo regiónu, pri ktorých existuje riziko dočasnej nezamestnanosti alebo nutnosť sťahovania. Šéfovia majú preto hypotéky u zamestnancov radi. Zamestnanec s vysokou hypotékou a nulovými úsporami má nízku mobilitu a zúžený výber alternatívnych pracovných pozícií. Pravidelné splátky zlepšujú jeho koncentráciu v práci a znižujú ochotu ísť do konfliktu s nadriadeným či tvrdo vyjednávať.

Čo sa týka rizika rastu úrokov, ide o pravdepodobný vývoj, ktorý mnohých po rokoch nulových úrokov prekvapí. Pritom v hypotekárnom vzťahu je dlžník ten, kto ťahá za kratší koniec. Bez možnosti efektívne vyjednávať musí akceptovať rast úrokov v bankovom sektore. Jednoducho príde list s oznamom novej sadzby a dlžník nemá inú možnosť len platiť. Ak splátka hypotéky vďaka pravdepodobnému skoku späť na historický priemer úrokov narastie o 100 alebo 200%, mnoho ľudí zrazu zistí, že býva nad pomery. V takomto prostredí zvyknú ceny nehnuteľností klesať, čo zožerie časť už splateného kapitálu. Na rozdiel od hypoték v USA na Slovensku neexistuje luxusná možnosť hodiť časť strát na banky a od hypotéky prevyšujúcej cenu nehnuteľnosti odstúpiť jej jednoduchým opustením. V Európe banky dlhy za nehnuteľnosti nafúknuté zlými peniazmi húževnato vymáhajú, ako sa po kríze presvedčili napríklad domácnosti v Španielsku alebo v Litve.

## 6 Tri groše ako poistenie životného minima

„Keď stareny počuli môj krok v opadanom listí, vždy ich striaslo,“ hovorí amazonský indián, ktorý mal funkciu vykonávateľa lokálneho riešenia problémov s dôchodkovým zabezpečením. V spoločnosti fungujúcej na životnom minime nebolo pre starých ľudí príliš miesta. Ak nie rovno vražda mlatom, potom samovraždy alebo eutanázia boli bežným spôsobom vyrovnania sa s poklesom produkčnej schopnosti pod úroveň vlastnej spotreby starých ľudí počas státisícov rokov, kým sme žili ako lovci a zberači.<sup>921</sup> Moderná spoločnosť vďaka prudko rastúcej ekonomike a obrovskej akumulácii bohatstva v porovnaní s minulosťou už, našťastie, od takýchto praktík upustila. Podstata problému so starnutím ostala rovnaká. S rastúcim vekom klesá schopnosť pracovať a dosahovať príjmy. Prichádzajú ochorenia, človeka postupne opúšťa fyzická a psychická výkonnosť. Ani celoživotné pracovné skúsenosti a rozsiahla sociálna sieť známostí nepomôže na pracovnom trhu kompenzovať čoraz výraznejšie zaostávanie za mladšou konkurenciou. Klesajúce alebo celkom absentujúce príjmy nestíhajú pokryť udržanie životného štandardu alebo zvýšené výdavky na zdravotnú starostlivosť. Pre mnohých znamená vytúžený odchod do dôchodku, keď človek prestane pracovať, koniec aktívnym príjmom v podobe mzdy. Vzniknutý deficit majú pokryť rôzne spôsoby dôchodkového

zabezpečenia. Prvým, asi najstarším a z hľadiska zabezpečenia životného minima asi najbezpečnejším, je priebežný systém. Nemyslím jeho nepodarenú štátnu imitáciu, ale originál, ktorý popisuje rozprávka O troch grošoch. Priebežné, a to nielen finančné investície do viacerých detí s veľkou pravdepodobnosťou zabezpečia, že vo vysokom veku získa človek garanciu aspoň základného životného štandardu a pravdepodobne nebude hladovať. I keď snaha o privátne dôchodkové zabezpečenie nie je najlepším dôvodom na vytvorenie početného potomstva, existencia viacerých detí má aj pozitívne vedľajšie efekty v podobe zníženia katastrofického finančného rizika rodiny. To by v tom bol čert, aby sa zo šiestich detí nejakej dcéry nepodarilo výborne zamestnať alebo synovi sa dobre oženiť či rozbehnúť výnosné podnikanie. Navyše nefinančné služby v podobe starostlivosti či vôbec akéhokoľvek ľudského záujmu, ktorý možno očakávať najskôr od vlastných detí, sú v starobe na nezaplatenie. Mimochodom, zdá sa, že majetnosti v starobe napomáha manželstvo. Americký mediánový, samostatne žijúci dôchodca starší ako 70 rokov mal v roku 2008 čistý majetok vo výške 165-tisíc dolárov. V tomto čísle je obsiahnutá aj čistá súčasná hodnota budúcich príjmov zo štátneho a súkromných dôchodkov, finančné aktíva a vlastný kapitál v nehnuteľnosti. U dôchodcov dlhodobo žijúcich v páre to bolo viac než 600-tisíc dolárov.<sup>922</sup> K svojmu partnerovi či partnerke sa teda správajte slušne. Ide aj o vaše dobro.

## 7 Šetrím a investujem - dobrovolný sporivý pilier

No deti sa nie vždy „vydaria“, môžu mať vlastné finančné problémy alebo samy veľa detí. Možno rodičov jednoducho nemusia mať rady. A dať si prefinancovať cestu okolo sveta dcérou, ktorá má problém uživiť vlastné trojičky, nemusí byť ľahké. Jej peniaze sú z evolučného hľadiska, aj pre moje vlastné gény, užitočnejšie v použití pre jej deti, čiže pre moje vnúčatá. Evolúcia to preto nastavila tak, že starí ľudia sa vyjedaniu špajze vlastných vnúcat čo najviac vyhýbajú a ich deti takéto správanie zvyčajne tolerujú iba s nevôľou. Živoriaca babka rozdávajúca to málo, čo dostane na dôchodku, rozmazaným vnúčatám, preto nie je zriedkavým úkazom. Často je to presne naopak, starí rodičia zo svojich peňazí podporujú rodiny svojich detí, čiže peniaze tečú skôr druhým smerom. Tu prichádza na rad druhý a dnes kľúčový spôsob zabezpečenia na dôchodok – vlastné úspory. Všetci vieme, že raz budeme starí, preto by sme si všetci mali vytvoriť vlastný rezervný fond a pravidelne do neho odvádzať prostriedky. Okrem tvorby dôchodkového fondu umožňuje šetrenie vyhladzovanie spotreby v prípade výdavkových alebo príjmových šokov, akými môže byť odfúknutá strecha či úraz s trvalými následkami. Hromadenie úspor mi zároveň umožňuje investície do vlastného podnikania alebo cudzích podnikateľských projektov, ktoré môžu zabezpečiť pasívny príjem nevyžadujúci vlastné kontinuálne mentálne a fyzické nasadenie. Napriek uži-



točnosti šetrenia to mnohí ľudia nerobia. Nízke úroky vyvolané zlými peniazmi a banky snažiac sa o výnosové úroky na novovytvorených peniazoch (hypotékach a spotrebných úveroch) ich naopak motivujú k väčšej spotrebe a zadlžovaniu. Na otázku, aká je pri vlastnom rezervnom a dôchodkovom fonde optimálna cieľová suma, neexistuje jedna odpoveď. Závisí od toho, kedy sa chystá človek odísť do dôchodku, od jeho zdravotného stavu, predpokladaného veku dožitia, predpokladanej miery ročného zhodnotenia úspor a hlavne od očakávaní týkajúcich sa dôchodkového životného štýlu a s ním spojených výdavkov. Rokmi osvedčené minimum je mať nasparených osem ročných plátov, ktoré človek bral pred odchodom na dôchodok. Pri plánovaných mesačných výdavkoch treba ísť do čo najväčšieho detailu ohľadom toho, čo chcem na dôchodku robiť. Cestovanie po svete je o niečo nákladnejšie ako pestovanie paradajok pre vnúčatá. Ten, kto chce do dôchodku odísť v päťdesiatke, potrebuje nasporiť výrazne viac ako niekto, kto je rozhodnutý pracovať celý život. No aj človek, ktorý nikdy neplánuje skončiť s prácou, by mal mať nasparenú aspoň základnú sumu na nepredpokladané výdavky v prípade náhle choroby alebo iných osobných problémov. Tá by mala pokryť aj ďalšie finančné riziko, hrozbu dlhého života. Oslava stých narodenín ma síce môže dostať do miestnych novín, no zároveň finančne zruinovať. Do sumy na vykrytie výdavkov treba zarátať aj nefinančný majetok, ktorý sa podarilo za život naakumulovať. Vlastná nehnuteľnosť, v ktorej dôchodca býva, sa dá zatažiť hypotékou, ktorú bude splácať vybraný dedič. Alebo ju na trhu predáť s tárchou v podobe možnosti v nej dožiť. Osobné prepočty a očakávania mi hovoria, že keby som chcel odísť do dôchodku v šesťdesiatke, tak by som v tom čase na požadovaný životný štandard potreboval minimálne ekvivalent 150-tisíc eur dnešnej kúpnej sily.

So šetrením a investovaním je dobré začať čo najskôr. Exponenciálny efekt úročenia robí s rastom úspor zázraky. Prvé odložené peniaze majú dostatok času na „prácu“, a preto vytvoria výrazne vyšší podiel z konečných úspor než neskoršie sporenie. Už 3,5-percentný čistý ročný výnos spraví z 1 000 eur za 20 rokov 2 000 eur. Vo väčšine dôchodkových modelov preto peniaze ušetrené medzi 25. a 35. rokom zarobia viac peňazí ako všetky úspory medzi 35. a 65. rokom. Na otázku, do čoho investovať, vám nedám žiadnu zázračnú odpoveď. Tá opäť závisí od množstva individuálnych faktorov. Okrem investovania do vlastných projektov a malých špekulácií v rizikových odvetviach sa snažím riadiť štandardným investičným prístupom, spočívajúcim v mixe približne rovnakých podielov akcií, dlhopisov, nehnuteľností a hotovosti. Pri akciách neverím na schopnosť priemerného investičného manažéra poraziť trh, preto kupujem cez akciové fondy obchodovateľné na burze (ETF), ktoré sú lacné z hľadiska správcovských poplatkov, celý akciový trh. S akciami na dlhodobé držanie aktívne neobchodujem, pretože to prináša riziká zlého načasovania a vysoké transakčné a daňové náklady, ktoré zjedia veľkú časť výnosu. Pri investovaní do akcií treba mať realistické očakávania a neveriť sľubom finančných poradcov motivovaných poplatkami. Zázraky sa nedejú. Bezrizikový ročný 7- až 8-percentný ročný výnos

neexistuje. Nieto 20%. Priemerný ročný reálny výnos amerického akciového trhu medzi rokmi 1900 a 2012 dosiahol 6,3%. Pri akciách zvyšku sveta to bolo iba 4,4%.<sup>923</sup> Navyše v akciách a najmä v dlhopisoch dnes existujú pomerne veľké riziká vyplývajúce z manipulácie týchto trhov centrálnymi bankami. Všetky centrálné banky sveta tlačia ceny dlhopisov hore v snahe znížiť cenu úverov v ekonomike a odľahčiť refinancovanie štátnych dlhov. Novými zlými peniazmi nafukujú aj ceny akcií a nehnuteľností. V takomto prostredí je ťažké rozumne investovať, centrálné banky z nás robia špekulantov. Proti prasknutiu bublín nafúknutých zlými peniazmi čiastočne chráni dlhodobý horizont a pasívny prístup nákup a drž. Ani tento trik však nepomôže pri dlhopisoch predĺžených štátov, ak príde k reštrukturalizácii ich dlhu. Predpokladám, že sa oplatí počkať na prasknutie dlhopisovej bubliny a dlhovú časť portfólia nakúpiť potom. Prevenciou pred zlým časovaním vstupu je aj priemerovanie obstarávacích nákladov cenných papierov ich nakupovaním v pravidelných, napríklad mesačných intervaloch za vopred definovanú sumu.

## 8 Po-hotovosť

Časť úspor osobného rezervného dôchodkového fondu by mala mať peňažnú podobu. Peňažný zostatok je vysoko-likvidné aktívum, ktoré môžete kedykoľvek, kdekoľvek a s kýmkoľvek okamžite, bez straty hodnoty vymeniť za čokoľvek iné. Jeho veľkosť závisí od neistoty ohľadom budúcnosti a likvidity môjho ostatného majetku, služieb a statkov. Ak poskytujem na trhu príliš špecifické služby, držím nelikvidný majetok, rastie neistota ohľadom budúceho dopytu po mojej práci alebo nepredvídateľnosť ekonomického vývoja, budem v peniazoch držať väčšiu časť svojich úspor. Vzhľadom na moje obavy o efekty pokrízovej liečby, rastúceho zadlženia a manipulácie trhov zlými peniazmi po kríze výrazne narástol podiel peňažnej rezervy na mojich úsporách. Hotovosť zvyčajne neprodukuje žiadny reálny výnos, naopak často po očistení o znehodnotenie peňazí generuje stratu. To však neznamená, že jej držanie je neracionálne. Za služby okamžitej likvidity, ktorá ma chráni pred neistotou budúcnosti, som ochotný platiť. Vďaka hotovosti môžem byť pohotový. V prípade, že sa objavia nečakané výdavky alebo vypadne zdroj príjmu, nemusím predávať pod cenu akcie, televízor alebo prosiť svokru o pôžičku. Problémy vyrieši likvidná rezerva. Na druhej strane hotovosť umožňuje chopiť sa nečakanej príležitosti. V situáciách, keď je hotovosť kráľom, možno obstarávať aktíva alebo iné statky za výhodné ceny. Hotovosť preto možno chápať ako opciu, čiže právo na dobrú kúpu v čase všeobecného nedostatku likvidity. Za takéto právo treba platiť cenu, ktorá sa neustále mení podľa podmienok na trhu.

Funkciu peňažnej rezervy plní hotovosť v podobe bankoviek vo vašej peňaženke, prípadne schovaných v mrazničke či vo vysávači. Do peňažného zostatku patria aj peniaze na bežnom účte a na termínovaných vkladoch, ktoré je možné

okamžite zrušiť bez straty na hodnote istiny. Pri týchto elektronických peniazoch už však do hry vstupujú riziká. Banka môže zbankrotovať alebo jej môžu politici umožniť bankové prázdniny, počas ktorých sa ku svojim peniazom nedostanete. Prípadne vám politici časť vkladov zoberú a prefinancujú nimi ozdravenie bánk. Cyperská a grécka pokrízová banková lúpež ukazujú, že v eurozóne ide o reálnu hrozbu. Neustále treba mať na pamäti, že peňažnosť peňazí na účte je nižšia než hotovosti uloženej vo vlastnom trezore. Vo vlastnom, nie v bezpečnostnej schránke. Tú vám napriek tomu, že jej obsah formálne vlastníte, v napätých časoch neotvorí. Vďaka frakčným rezervám sa rýchla reakcia v dnešnom systéme oplatí. Časť peňazí, ktoré držím vo forme bankových vkladov, mám rozložených do viacerých bánk, ideálne vo viacerých krajinách. V prípade väčších objemov sa treba sústreďiť na silné krajiny so stabilnejšou politickou a fiškálnou históriou. Treba pozorne sledovať signály o zdraví bankového sektora a najneskôr vtedy, keď začnú politici a centrálni bankári intenzívne verejnosť presviedčať o stabilite bánk, treba peniaze z nich vybrať, prípadne presunúť do bezpečnejšej jurisdikcie. V pokrízovom období som sa necítil dobre, kým som nemal v hotovosti sumu na šesť mesiacov výdavkov rodiny. Bankové prázdniny a vyvlastnenie časti vkladov sú nástroje na riešenie problémov štátu a ním regulovaného finančného sektora, s ktorými treba počítať aj vo vyspelom svete.

Oblúbenou formou časti pohotovostnej rezervy, ktorá môže byť bezpečnejšia, aj keď nie taká likvidná ako vklady v bankách, sú vysoko peňažné finančné cenné papiere. Napríklad štátne pokladničné poukážky silných, vyspelých ekonomík Nemecka, Švajčiarska či USA. Časť hotovosti mám v zlate, do úvahy prichádza aj striebro. Pri týchto peňažných vzácnych kovoch neexistuje riziko finančného sektora a na rozdiel od hotovosti nie je možné ich hodnotu zničiť infláciou monopolného producenta zlých peňazí.

## 9 Dostanem dôstojný dôchodok od štátu a vianočné darčeky nosí Santa Claus

Posledným, tretím spôsobom dôchodkového zabezpečenia sú štátne sľuby. Na štátny priebežný dôchodkový systém sa dnes spolieha príliš veľa ľudí, čo môže byť v budúcnosti problém. Ani deti, ani žiadny súkromný dôchodkový pilier vám nikdy nemôže dať to, čo vám politici môžu sľúbiť. Štátny priebežný pilier má charakteristiky Ponziho schémy.<sup>924</sup> Dôchodky aktuálnych dôchodcov sa neplatia zo ziskov z ich akumulovaného a investovaného kapitálu, ale z dôchodkových úspor budúcich dôchodcov. Všetko, čo si pracujúci „odkladajú“ na dôchodok do prvého piliera, sa okamžite vypláť súčasným dôchodcom. Na zavedení takého podivného systému najviac zarobili tí, ktorí boli z neho kedysi vyplácaní ako prví. Nikam nemuseli celoživotne prispievať a zrazu mali štedré dôchodky od





pracujúcich povinne natlačených do štátnej schémy. Aj nasledujúce generácie inkasovali na dôchodkoch viac peňazí, ako tam samy za celý život zaplatili. To nemôže trvať večne. Aby sa systém nerozpadol, musí byť každá ďalšia generácia účastníkov schémy početnejšia, alebo musí platiť vyššie odvody, ako platili nimi financovaní dôchodcovia. Demografické trendy sa však obrátili. Spoločnosť vo vyspelých krajinách starne, rodí sa menej detí ako v minulosti a predlžuje sa priemerný vek dožitia. Začína ubúdať nových ekonomicky aktívnych ľudí, ktorí by platili rastúci počet stále dlhšie žijúcich dôchodcov. A Slovensko je jednou z najrýchlejšie starnúcich spoločností v Európe. V roku 2013 sa na jedného dôchodcu staršieho ako 65 rokov skladalo na Slovensku 3,2 pracujúceho. Už vtedy sa štátny priebežný dôchodkový systém nestíhal financovať zo sociálnych odvodov a na takmer desatinu vyplácaných dôchodkov si musel požičiavať. Odhady Európskej únie hovoria, že v roku 2035, keď sa na dôchodok budem možno tešiť ja, bude na jedného dôchodcu iba 1,8 pracujúceho. Aby zaplatili to, čo mi štát dnes sľubuje, budú musieť na môj dôchodok platiť približne dvojnásobne vyššie odvody ako dnes. Viera v štedrý dôchodok spočíva v presvedčení, že budúci pracujúci budú platiť extrémne vysoké dane len preto, aby splnili sľuby, ktoré si dôchodcovia sami sebe dali v minulosti. Pri dnešnom daňovo-odvodovom zaťažení celkovej hrubej mzdy vyše 50% mi príde ďalšie radikálne zvyšovanie odvodov nepredstaviteľné. To však znamená, že štát mi nemôže dať to, čo mi dnes sľubuje. Buď sa výrazne posunie vek odchodu do dôchodku, alebo sa zníži reálna výška dôchodkov, alebo oboje. V roku 2055 má počet pracujúcich klesnúť dokonca na 1,1. Každý pracujúci bude okrem svojich detí cez štátny priebežný dôchodkový pilier

živíť aj jedného dôchodcu. Ak k demografickému riziku pripočítame riziká vyplývajúce z už existujúcich vysokých dlhov vyspelých štátov v kombinácii s ekonomickou stagnáciou, potom môžeme očakávať, že nasledujúce generácie dôchodcov budú postupne zo systému dostávať na dôchodkoch menej, než tam sami zaplatili. Biedny dôchodok zo štátnej schémy preto nie je katastrofický, ale pravdepodobný, realistický scenár, na ktorý sa treba nachystať.

## 10 Druhý pilier – rezervný fond vlády

Čiastočným riešením deficitov štátnych priebežných schém malo byť vytvorenie súkromných kapitálových pilierov, kde si budúci dôchodcovia sporia na dôchodok na vlastných účtoch v správcovských spoločnostiach. Na Slovensku dopadol tento pokus rozpačito. Namiesto dobrovoľného vyviazania sporiteľov výrazným znížením ich odvodov do prvého piliera výmenou za zrušenie záväzku štátu poskytnúť im v starobe dôchodok vyšší ako životné minimum sa začala hra na aktívnu správu úspor na vlastných účtoch. Prostriedky nie sú investované optimálne vzhľadom na nestabilitu politického prostredia, neustále sa meniace nastavenie a na časté otváranie pre výstup sporiteľov. Aj súkromné dôchodkové fondy budú mať problém. Pokrízové politiky centrálnych bánk viedli k cenovej inflácii v aktívach – k rastu cien akcií a štátnych dlhopisov. Drahé akcie, nehnuteľnosti a dlhopisy predražujú nákup budúceho dôchodku pre dnešných pracujúcich cez nákupy finančných aktív. Za jedno euro odložené z výplaty si kúpia menej budúcich výnosov. Sám som do druhého piliera nevstupoval pre vysoké očakávané zhodnotenie, ale pre síce obmedzený, no napriek tomu vlastnícky vzťah k týmto peniazom. Možnosť dedenia akumulovaných úspor v prípade môjho úmrtia je kľúčový rozdiel oproti priebežnej schéme. Za najväčšie riziko mojej účasti v druhom pilieri nepovažujem nízky výnos ani poplatky, ale vyvlastnenie politickou triedou. Balík peňazí v druhom pilieri predstavuje obrovské pokušenie pre vládu a hrozí, že sa stane jej rezervným fondom. Politici na tieto peniaze nezabudli a stále ich považujú za verejné zdroje. Naše peniaze v druhom pilieri tak nie sú celkom naše a pravdepodobnosť ich znárodnenia rastie priamo úmerne fiškálnym problémom vládnych politikov. Ak sa hospodárenie štátu dostane do krízy, je pravdepodobné, že na tieto peniaze nakoniec štát siahne. Ak si ich rovno nezoberie, tak ako v Maďarsku, fondy minimálne donúti za naše peniaze nakúpiť štátne dlhopisy, ako v Poľsku,<sup>925</sup> čo bude mať rovnaký efekt. Ak v povinnom druhom pilieri vlastním dlhopisy štátu, voči ktorému držím aj pohľadávku na budúci dôchodok, potom je moje dôchodkové riziko rovnaké ako v prípade, že by druhý pilier vôbec neexistoval. A za takúto správu úspor je potom hanba vyberať poplatky. Napriek tomu považujem v mojej situácii zotrvanie v druhom pilieri za lepšiu voľbu. Veď prinajhoršom mi politici celé úspory zoberú a zostane mi opäť iba prísľub zo štátneho priebežného systému.

## 11 Likvidácia dlhov cez infláciu – potreba aktívnej inflačnej domobrany

*Kto? Ja?*

*Jedna malá hlupaňa,  
výplatu v tučnej obálke mala,  
a z nej minula každucký cent,  
nakoniec sa čudovala,  
prečo ceny narástli tak vysoko,  
no seba nevinila ani na moment*

~ Báseň z propagandistického plagátu americkej vlády počas druhej svetovej vojny v rámci iniciatívy proti rastúcim cenám *Keep Prices Down*.

Pravdepodobným riešením vysokých dlhov vyspelých krajín a strát v bankovom sektore bude inflácia zlých peňazí. Z pozície budúceho dôchodcu si preto musím dať pozor, aby som sa nestal jedným zo sponzorov tohto presunu bohatstva a nechal inflácii zobrať mi veľkú časť úspor. Tempo úbytku kúpnej sily zlých peňazí zvykne obyčajných ľudí sporiacich si na dôchodok prekvapiť. Ilustrujme si to na príklade z krajiny so svetovou rezervnou menou. Ak budúci dôchodca v USA svoje peňažné úspory v posledných 47 rokoch postupne schovával do bezpečných amerických štátnych pokladničných poukážok, potom dosiahol priemerné ročné zhodnotenie vo výške 5,7%.<sup>926</sup> V dnešnom prostredí nízkych nominálnych úrokov to na prvý pohľad vyzerá vynikajúco. No na to, aby sme zistili, ako sa mu darilo v skutočnosti a čo si za tieto peniaze môže kúpiť dnes, je potrebné hrubý nominálny výnos očistiť. Najprv od daní, čo je v prípade priemerného Američana a tohto druhu výnosu 25%, čiže 1,4 percentuálneho bodu. Potom treba ešte odpočítať cenovú infláciu, čiže stratu kúpnej sily dolára voči ostatným statkom v ekonomike. Pre väčšinu ľudí práve táto neviditeľná daň postaví investovanie na hlavu. Ceny za obdobie sporenia rástli v priemere o 4,3% ročne. Keď hrubý výnos očistíme aj o túto položku, potom Američanovi zostane – nič. Za pol storočie na svojich úsporách vďaka zlým peniazom nezarobil ani cent. Úspory síce pracovali, no to, čo vytvorili, nešlo na dôchodok, ale cez dane a infláciu si to zobral štát.

### Nedajte sa oklamať cenovou infláciou

*„Nakúpil som za 9, predal za 10. Tento rok som zarobil milión eur,“ pyšne hovorí podnikateľ Robo. „Keby sme ešte nemuseli zaplatiť tých 23%, teda 230-tisíc na dani z príjmu,“ pošťahuje sa. Nevie, že vôbec toľko nezarobil a štátu zaplatil viac. Mýli ho monetárna ilúzia.*



Dôležitý je reálny príjem. Čiže nie, o koľko núl viac majú bankovky v jeho trezore, ale čo si za ne môže kúpiť. Pohľad na cenové indexy na Slovensku napríklad za rok 2011 hovorí o medziročnom raste cien o 4%. Znamená to, že ak tovar kúpil začiatkom roku za 9 miliónov a predal ho koncom roku za 10 miliónov, reálne zarobil nie jeden milión, ale 640-tisíc. Zvyšok, čiže 360-tisíc je 4-percentný nárast ceny jeho tovaru počas toho, ako mu ležal v sklade spôsobený znehodnotením zlých peňazí. Za rovnakých 9 miliónov by v čase, keď ho predával, už identický tovar neobstaral a musel by zaplatiť o 4% viac. Náklad v podobe nižšej kúpnej sily jeho tržieb mu však spôsob účtovania neumožní zarátať do výdavkov. Tento prehliadaný účtovný omyl vedie k tomu, že podnikatelia v skutočnosti platia vyššie dane, než si myslia. Daň odvádzajú aj z fiktívneho zisku v podobe poklesu kúpnej sily výnosov vyvolaného znehodnotením peňazí. Keby si to Robo celé prepočítal, zistil by, že zaplatil daň 230-tisíc z reálneho príjmu 640-tisíc. Ide teda o 36-percentnú, a nie 23-percentnú sadzbu dane z príjmu.<sup>927</sup> Stačí, aby bola za účtovný rok cenová inflácia 8,4%, tak ako napríklad na Slovensku v roku 2003, a Robo to môže s takýmito číslami rovno zabaliť. Po zaplatení 230-tisícovej dane z imaginárneho nominálneho príjmu 1 milión by mu zostalo (770-tisíc) približne rovnako veľa peňazí, ako stratil na znehodnotení jeho pôvodnej 9-miliónovej investície do tovaru na sklade (756-tisíc).<sup>928</sup> Na dani by zaplatil výrazne viac, ako bol jeho reálny príjem 14-tisíc eur a efektívna daňová sadzba z príjmu by v tomto prípade dosiahla úctyhodných 94%.<sup>929</sup> Od ročnej inflácie vyššej ako 8,5% by už Robo štátu neplatil daň zo zisku, ale zo straty. Štátu by musel platiť napriek tomu, že by reálne prerábal peniaze. Možnosť dane zo straty je jedným z dôvodov, prečo štáty milujú zlé peniaze. Inflácia nafukuje rôzne príjmové a kapitálové dane.<sup>930</sup> Podnikatelia, ktorí odpisujú do nákladov investičný majetok v historických cenách, sú na tom ešte horšie než Robo. Čas, pár ubehnuvších rokov, významne podcení ich reálne náklady. Odpisy, ktoré sa počítajú percentom z ceny obstarania majetku, nebudú zohľadňovať cenu jeho opotrebenia a vôbec nebudú stačiť na jeho obnovu. Napríklad 40-ročné odpisy budovy, ktoré nie sú upravené o infláciu, sú účtovným zahmlievaním. Podnikateľ pomýlený účtovníctvom znehodnoteným infláciou bude nevedomky spotrebovávať svoj kapitál, mýliac si ho s infláciou nerealisticky nafúknutým ziskom. Bude vyplácať a prejedat' dividendy zo zisku, ktorý nikdy nevznikol. Vďaka mylným odpisom bude podceňovať reálne náklady produkcie a znižovať produkčnú schopnosť. Na dani z fiktívneho príjmu bude strácať kapitál v prospech štátu. Proti vyvlastneniu cenovou infláciou sa dá z pozície podnikateľa

*brániť, limitujúcimi sú zákony a množstvo kreativity v účtovníctve. Pri obstaraní budov alebo technológií s dlhou životnosťou stojí za to zvážiť lízing namiesto nákupu a následného odpisovania. V prípade nákupu investičného majetku je dobré zvoliť nerovnomerné, exponenciálne odpisovanie s dôrazom na čo najrýchlejšie započítanie do nákladov predtým, než reálnu hodnotu nákladov zožerie inflácia. Ďalšou technikou obrany je účtovanie o zásobách metódou posledná do skladu, prvá zo skladu (LIFO). Dáva podnikateľovi do istej miery flexibilitu a v prípade prudkého rastu cien je pre neho výhodnejšie predaný tovar oceniť podľa naposledy nakúpených kusov (LIFO), a tak premietnuť aspoň časť inflácie aj nákladov. Takéto účtovanie je už však podľa medzinárodných štandardov zakázané a táto možnosť ostala už len v niektorých krajinách ako Japonsko alebo USA, ktoré ju tiež chcú zakázať.<sup>931</sup> Popísaný problém sa týka aj ľudí, ktorí vlastnia aktíva v podobe akcií, zlata alebo nehnuteľností. Tu sa dá brániť proti zdaňovaniu infláciou nafúknutých nominálnych príjmov, ktoré sú mylne považované za kapitálový výnos, iba predĺžením obdobia držania a obmedzením obchodovania s nimi.*

„To preto, že neinvestoval do akcií, hlupák!“ pohotovo vyhrkne ne jeden finančný poradca. „Treba investovať do akcií!“ poradí pani v pred dôchodkovom veku z kysuckých kopaníc, ktorej hlavná asociácia na slovo akcia sú šokujúco nízke ceny na kuracín v obchodnom reťazci. Ani nákup akcií nie je vždy spoľahlivou zbraňou v inflačnej domobrane. Empiricky vychádza, že v strednodobom horizonte vás akcie pred infláciou neochránia<sup>932 933</sup> a isté to nie je ani v tom dlhodobom.<sup>934 935</sup> Kým v začiatkových fázach inflácie akcie zvyčajne získavajú, pri zrýchľujúcej inflácii za stratou hodnoty peňažnej jednotky prestanú stíhať. Dôvodom sú manažéri popletení z účtovných cien sfalšovaných infláciou, ktorí prejedajú kapitál, mýliac si ho so ziskom, a vyššie efektívne sadzby daní. Vedenie nákladov nie v reálnych, ale v historických cenách. Ich akcie nemožno preto považovať za spoľahlivú poistku proti vyššej inflácii. Čím vyššia cenová inflácia, tým väčší transfer z podnikov do štátnych pokladní, čo znižuje reálnu hodnotu firiem aj o desiatky percent.<sup>936</sup> Tento fakt čiastočne vysvetľuje aj prekvapivo slabý výkon akcií počas Veľkej inflácie v USA v 70. rokoch. Akcie vtedy neboli schopné dosiahnuť ani zhodnotenie vo výške rastu spotrebiteľských cien. Riešením je potom investícia do podnikov, ktoré účtujú o zásobách spôsobom posledná do skladu, prvá zo skladu (LIFO) alebo nemajú príliš veľký podiel dlhodobého majetku, ktorý sa odpisuje dekády.

## 12 Tezaurujte, robili to aj naši predkovia

Sporenie na dôchodok bolo kedysi s poriadnymi peniazmi ľahšie. Obyčajným ľuďom, ktorí nerozumeli finančným a kapitálovým trhom a nechceli riskovať stratu svojich úspor, stačilo šetriť na dôchodok ukladaním zlatých mincí pod matrac. Po štyridsiatich rokoch práce, keď bolo treba úspory začať využívať, mali peniaze minimálne takú hodnotu ako predtým. Papierové štátne fiat peniaze to zmenili a z tohto najprimitívnejšieho, nízkorizikového sporenia spravili inflačnú pascu. Na to, aby ste pod matracom za 40 rokov našli kúpnu silu v hodnote jediného eura, tam dnes musíte uložiť minimálne 2,2 eur. Teda ak uveríme, že ECB sa podarí v nasledujúcom období eurá znehodnocovať tempom iba 2% ročne. Ak si však zoberieme priemer skutočnej cenovej inflácie na Slovensku za posledných 18 rokov, potom nám vyjde, že na to, aby sme pri odchode do dôchodku pod matracom našli peniaze v hodnote jedného eura, by sme tam museli dnes vložiť minimálne 9 eur.<sup>937</sup> Pred stratou hodnoty peňažného zostatku nedokáže ochrániť ani vklad v banke. Úroky, ktoré dostanem vyplatené, zvyčajne nepokrývajú ani cenovú infláciu. Zlé peniaze tak z nás, čo si šetríme na dôchodok, robia nasilu špekulantov. Tlačia nás do obchodovania na finančných a kapitálových trhoch alebo hypotékou prepákových investícií v nehnuteľnostiach. Stále existuje možnosť aktívnej inflačnej sebaobrany zlatom. Už naši starí a prastarí rodičia sa chránili pred stratou hodnoty menej kvalitných peňazí v obehu tezauráciou. Kreditné peniaze, nadhodnotené strieborné mince alebo neskôr papierové bankovky používali v obchodnom styku a snažili sa ich čo najskôr zbaviť. Zároveň z obehu sťahovali kvalitné peniaze v podobe zlatých mincí, ktoré si uchovávali svoju hodnotu, a boli preto výborným nástrojom na presúvanie kúpnej sily v čase. Preto je v slove tezaurovať zlato, a nie papier. Stopy, ktoré zanechali kvalitné zlaté peniaze, možno ešte dnes nájsť aj v jazyku, ktorý používame. „*Má to cveng*,“ je dodnes pochvalou, pretože pravé zlaté mince na rozdiel od rôznych falzifikátov pekne cvendžali. V angličtine sa zachoval pri peniazoch prívlastok *sound* a *unsound*. Aj ja tezaurujem. Považujem to za dôležitú súčasť inflačnej sebaobrany. Žijem v príliš nestabilnom regióne na to, aby som veril stabilite zlých peňazí. Nekryté, papierové peniaze nedávno oslávili štyridsiatku. Zlato a striebro sú peniaze staršie než Kristus.

## 13 Namiesto zlatej žily a zlatých zubov

Na to, aby ste umiestnili časť svojich úspor do fyzického zlata, nemusíte ísť do zlatníctva a kúpiť najtučnejšiu retiazku. Preplatíte obsah zlata na umeleckom spracovaní a môžete mať pri jej predaji problém, keďže budete obmedzení na predaj odborníkovi, ktorí si za to zaúčtuje poplatok. Ďalším spôsobom, ako investovať



do zlata, je použiť ho v nahradení chýbajúcich zubov. Má to síce výhodu, že takéto peniaze má človek neustále so sebou, no nie každému vyhovuje šťavnatý východo-európsky look, ktorý so zlatým úsmevom získa. Navyše niektorí bohatší ľudia by mali pre všetky svoje úspory primálne ústa. Ak svojimi úsporami nechcete ovešať manžela alebo manželku, jednoduchým nástrojom sú populárne investičné zlaté mince, ako napríklad Viedenský filharmonici. Na rozdiel od zberateľských mincí ide čisto o stávkku na budúcu cenu kovu, z ktorého sú vyrobené, a nie na relatívnu vzácnosť a zachovalosť konkrétnej historickej mince. Pri nákupe investičných mincí stačí nájsť dôveryhodný zdroj, zabezpečujúci pravosť mince, a tým aj obsah kovu, a potom už máte v rukách štandardný, ľahko speňažiteľný produkt. Pri jeho predaji nepotrebuje odborníka, stačí vizuálna kontrola poškodenia, prípadne preváženie mince. Cena mince je vyššia ako cena kovu, ktorý obsahuje. Ide o príplatok za fyzické zhotovenie mince – jej vyrazenie, a pohybuje sa okolo 4% z ceny mince. Tento príplatok však pri predaji získam späť. Dôležitejší je rozdiel medzi cenou, za ktorú diler mince nakupuje, a cenou, za ktorú ich predáva. Alternatívou najmä pri väčšom množstve zlata a rastúcom riziku jeho krádeže je nákup alokovaného zlata a jeho uskladnenie za poplatok v špecializovanom trezore. Človek však prichádza o výhodu geografickej blízkosti hotovosti, no na druhej strane môže rozložením zlatých úspor po svete minimalizovať svoje geopolitické riziko vyplývajúce z jeho trvalého bydliska. Ešte jednoduchším, no zároveň rizikovejším spôsobom je nakúpiť akcie fondu, ktorý zlato vlastní. Napriek tomu, že ide o lacný spôsob umiestnenia úspor do zlata, človek musí dúfať, že v prípade krízy, keď svoje zlato bude chcieť speňažiť, zostane otvorená burza. To však nik negarantuje.<sup>938</sup> Postupný pravidelný nákup vo fixnej eurovej sume až do cieleného percenta čistého majetku môže znížiť riziko nákupu za príliš vysokú cenu. Odporúčania na množstvo držaného zlata sa pohybujú od 2 – 10%<sup>939</sup> celkových úspor, v závislosti od vašej viery v centrálnych bankároch a od miery očakávanej ekonomickej neistoty.

## 14 Zlato ako bezpečný prístav

V povojnovom Nemecku roku 1918 priniesla babka do banky kopu dlhopisov v snahe vymeniť ich späť za peniaze. „A kde je ten štát, čo vám garantoval vyplatenie týchto dlhopisov? Poviem vám, kde je, je mŕtvy,“ vysvetlil žene zamestnanec banky.<sup>940</sup> Ekonóm Paul Samuelson popisoval štátne, nekryté peniaze s núteným obehom ako „spoločenský mechanizmus“ alebo „spoločenskú dohodu“, ktorá existuje medzi produktívnou časťou spoločnosti a dôchodcami. Táto dohoda umožňuje dnešným pracujúcim preniesť si hodnoty do obdobia, keď už sami neprodujú, no stále chcú spotrebovať.<sup>941</sup> Táto dohoda je však vinou zlyhania štátu v krízových časoch porušovaná. Stačí sa pozrieť do našej vlastnej histórie. Kto sa v posledných 100 rokoch namiesto tezaurovania spoliehal na stabilitu štátnych peňazí, ten

to oľutoval. Spoločenská dohoda sa tu prepisovala minimálne šesťkrát. Najprv rakúsko-uhorská koruna a po jej rozpade od roku 1919 koruna československá, od 1939 koruna slovenská, po druhej svetovej vojne späť ku korune československej, od roku 1993 slovenská koruna, od roku 2009 euro. Štátne peniaze boli zdrojom na financovanie vládnucej politickej triedy a okrem neustáleho plynulého znehodnocovania priniesli svojim používateľom viacero šokových strát – nestabilná nekrytá koruna československá, zablokovanie vkladov a znehodnotenie peňazí po druhej svetovej vojne, menová deforma v roku 1953, riadená devalvácia v roku 1990, strata hodnoty slovenskej koruny v časoch mečiarizmu. Tezaurované zlaté mince tieto politické problémy nemali a svoju hodnotu si celé storočie udržali. Zlato na rozdiel od spoločenských dohôd nie je záväzkom nikoho, a preto nie je jeho hodnota odvodená od rizík garanta. Naopak, pri strate dôvery v spoločnosti jeho hodnota rastie. Okrem uchovávateľa hodnoty je aj poistkou voči katastrofickým scenárom. „Zlato sa nedá jesť!“ znie častá námietka. Ako keby sme raňajkovali desaťeurové bankovky poprášené centovými mincami. Ani investorská legenda Warren Buffett nemá pre držanie zlata pochopenie. Keby si mal vybrať medzi investíciou do zlata alebo do poľnohospodárskej pôdy či ropnej spoločnosti, nezaváha ani na chvíľu.<sup>942</sup> Jeho dlhodobý investičný partner Charlie Munger už taký diplomatický nie je: „Zlato je výbornou vecou, ktorú si môžete zašit do svojich šiat, ak ste židovská rodina vo Viedni roku 1939, civilizovaní ľudia nenakupujú zlato, ale investujú do produktívnych firiem,“ povedal v rozhovore pre CNBC.<sup>943</sup> Zlato však nie je investíciou, je formou hotovosti. Zlato nie je nástrojom na zbohatnutie, ale jedným zo spôsobov uchovania bohatstva. Poistkou proti politickej nestabilite, zneužitiu monopolných peňazí a rozvratu v spoločnosti. Možno ho vnímať ako stávkku na rozpad finančného systému s obmedzenou stratou a neobmedzeným ziskom. Otázka preto neznie, či zlato, alebo pôda a akcie, ale koľko zlata, amerických dolárov alebo iných zlých peňazí. Kto by v roku 1971, keď sa skončilo zlaté krytie dolára, zakopal na záhrade zlato v hodnote 100 barelov ropy a po 40 rokoch by ho opäť vyhrabal, mohol po takmer pol storočí zaň nakúpiť identické množstvo ropy. Ak by však to isté spravil s americkými dolármi, ropy by následne kúpil 25-krát menej, iba 4 barely. Napriek tomu, že zlato je formou hotovosti, za držanie ktorej treba platiť likviditnú prémie, prekvapivo dobre sa mu darí aj v porovnaní so skutočnými investíciami s pravidelným výnosom. Priemerný ročný dolárový výnos zlata očistený o cenovú infláciu medzi rokmi 1836 a 2011 dosiahol 1,1%. Tromflo tak výnos amerických pokladničných poukážok, ktorý dosiahol len 1,0%. Za rovnaké obdobie zarobili dlhé dlhopisy 2,9 a akcie očistené o cenovú infláciu 7,4%.<sup>944</sup>

Výroky Warrena Buffetta treba brať s rezervou aj z iného dôvodu. Sám v 90. rokoch držal obrovské množstvo striebra, až kým ho nebol nútený pre podozrenia z manipulácie trhu predať.<sup>945</sup> Warrenov otec, Howard Buffett – podnikateľ, investor a republikánsky člen americkej snemovne, mal na zlato iný názor. „Sloboda vo svete spočíva na zlatom krytých peniazoch,“ napísal vo svojej eseji z roku 1948.

*„Varujem vás, politici oboch strán budú proti návratu k zlatým peniazom napriek tomu, že navonok sa zdá, že ho podporujú. Ak nechcete nechať svoje deti a krajinu napospas cválajúcej inflácii, vojnám a otroctvu, potom si táto kauza vyžaduje vašu podporu. Ak má v Amerike prežiť sloboda, musíme bojovať za návrat k poctivým peniazom.“<sup>946</sup>*

## 15 Hon na „bohatých“ – pripravte sa na zdanenie majetku

Niektorých prekvapí, že som medzi možnosťami, ako si štáty poradia s priveľkým dlhom, neuviedol tú najpopulárnejšiu. Zobrať bohatým. Však oni majú aj tak dosť. Neuviedol som to preto, lebo sa takto dlhové problémy vyriešiť nedajú. Takéto návrhy odhaľujú neznalosť proporcií verejných financií. Ak by ľudia rozumeli tomu, koľko ich štáty mŕňajú, pochopili by, že ani 100-percentné vyvlastnenie najbohatších ľudí nebude stačiť na vykrytie deficitov verejných financií či na vyriešenie problémov dôchodkových systémov. Bohatých ľudí je jednoducho príliš málo. Deficit federálneho rozpočtu USA dosiahol za jediný rok 2009 výšku 1 400 miliárd amerických dolárov. To bol 35-násobok celého odhadovaného majetku Billa Gate-  
sa, najbohatšieho človeka sveta toho roku. Väčšinu verejných výdavkov zaplatí vždy pracujúca stredná trieda. To, že sa to nedá, však neznamená, že sa politici o zdanenie bohatých nepokúsia. Odhodlanie politikov pristúpiť k neštandardným formám zdaňovania závisí od veľkosti problémov vlády zohnať peniaze na svoje výdavky. Horným limitom na zvyšovanie daní je strach z násilného odporu obyvateľstva. Tento limit je však relatívne ďaleko v bohatej, pohodlnej spoločnosti, kde sa ľuďom





príliš do ulíc nechce, a ak je mediálna komunikácia zvyšovania expertne zvládnutá. Vzhľadom na ekonomickú stagnáciu a vysoké štátne dlhy možno počítať s tým, že fiškálna situácia viacerých vyspelých krajín sa zhorší natoľko, že politici pristúpia k zvyšovaniu majetkových daní alebo k zavádzaniu nových. Zdaňovať majetok je ľahšie než príjem. Príjem podnikateľov je na dane citlivý, a keď ho začnú politici príliš zdaňovať, buď zmení svoj tok, alebo nadobro vyschne. Navyše v časoch pomalého ekonomického rastu je už tak či onak nízky. Ak bohatých ľudí a firmy trestáte za to, že veľa zarábajú, budú zarábať menej alebo inde. Vysokopríjmoví zamestnanci sa zamestnajú v inom štáte, firmy presunú sídlo alebo namiesto nového stroja zainvestujú do daňovej optimalizácie. Hovorí o tom Lafferova krivka. Je na nej bod zlomu. Ak ho politici zvýšením sadzby dane prekročia, výsledkom budú už len nižšie celkové daňové príjmy. Kde nič nie je, ani sociálnodemokratický politik neberie. Preto sa daňová pozornosť zameria na majetok. Ten Lafferovu krivku nemá, alebo ak má, tak je k zvyšovaniu sadzieb výrazne bezcitnejšia. Dom za hranice neutečie, výkon auta sa nezníži len preto, lebo narástol poplatok za počet koní. Úspory na bankovom účte sa zatajiť nedajú. Odpor verejnosti sa dá upraviť zameraním opatrení na minoritnú skupinu v spoločnosti. Zdaní všetkých, plošne a spravodlivo, je zásadná politická chyba. Politik potrebuje emóciu. Preto rozdelí spoločnosť a tých, čo zdaní, negatívne označuje. Buržuji, vykorisťovatelia, daňoví optimalizátori alebo podobne. Dôležité je zmeny zasadiť do správneho príbehu. V slovenskom historicko-kultúrnom prostredí rezonuje u voliacej majority hra na Jánošíka, ktorý bohatým bral a chudobným dával. Na Slovensku sa dá očakávať zvýšenie najmä daní z nehnuteľností. Buď každoročných, z ich odhadovanej hodnoty, alebo z ich prevodu. Je možné, že sa opätovne zavedie daň zo smrti (dedičstva), a ak sa zhorší situácia v európskom bankovom systéme, nemožno vylúčiť ani jednorazovú daň z bankových vkladov. Tento prístup sa už otestoval na Cypre. Z historického hľadiska nejde o nič výnimočné a taký nástroj na zabezpečenie príjmov štátu sa využil napríklad po prvej svetovej vojne v európskych krajinách alebo po druhej svetovej vojne v Japonsku. Také riešenie udržateľnosti štátnych dlhov obhajoval už Keynes a aj v súčasnosti o ňom otvorene diskutujú experti Medzinárodného menového fondu. Tamojší ekonómovia napríklad vypočítali, že na navrátenie štátnych dlhov k predkrízovému stavu z roku 2007 by bolo nutné uvaliť 10-percentnú daň z čistého majetku (nehnuteľností, akcie a peniaze ľudí očistené o ich záväzky v podobe úverov či hypoték) všetkých obyvateľov vzorky 15 členských krajín eurozóny.<sup>947</sup> Ťarcha nových majetkových daní nakoniec nepadne na skutočne bohatých, ale odtrpí si ju stredná trieda, ktorá nemá na to zamestnávať zástup právnikov a finančných poradcov, ktorí majetok pred novými daňami efektívne bránia okamžitou reakciou na pripravované zmeny, jeho geografickým presúvaním alebo využívaním výnimiek, o ktorých netuší ani zákonodarca. Skutočne bohatí ľudia sa vedia na počkanie presťahovať na druhú stranu zemegule. Z daňového pekla do daňového raja. Platí budú tí, ktorí ostanú. Snaha vyriešiť ekonomické

problémy vyššími daňami pre bohatých preto pripomína rituálnu popravu zlatej husi. Jeden večer bude veselica z fajnej husaciny, no so zlatými vajcami je koniec.

Zdaňovanie je nedobrovoľný transfer, porušenie vlastníckych práv. Ochrana vlastníckych práv nie je pravicovou dogmou, ale základom na fungovanie ekonomiky, ktorá produkuje bohatstvo pre spoločnosť. Porušovaním vlastníckych práv nakoniec netrpia najviac šikovní, múdri a snaživí, ale masy, ktoré z produktu týchto výnimočných ľudí profitujú. Tento ekonomický zákon kedysi dávno chápala aj katolícka cirkev. Ako pred vyše 150 rokmi povedal pápež Leo XIII: *„Pri všetkých pokusoch pomôcť nižším triedam je tiež absolútne nutné ako základné pravidlo dodržiavať nedotknuteľnosť súkromného vlastníctva.“*<sup>948</sup>





## Poznámky

- 1 Kolníková a kol., 2009, s. 224
- 2 Top ekonómovia sa nevedia napríklad dohodnúť na efektoch zvýšenia minimálnej mzdy (IGM Forum, 2013)
- 3 Ak chcete získať komplexný prehľad o existujúcich interpretáciách finančnej krízy a nemáte čas prečítať desiatky kníh, prečítajte si článok [www.mitsloan.mit.edu/finance/pdf/Lo-20120109c.pdf](http://www.mitsloan.mit.edu/finance/pdf/Lo-20120109c.pdf), ktorý identifikuje podstatu zápletky každej z 21 vybraných kníh o finančnej kríze od rôznych ekonómov a novinárov. Článok sumarizuje 16 dokumentov akademických ekonómov, regulačných orgánov a verejných inštitúcií popisujúcich možné príčiny a priebeh finančnej krízy: [www.faculty.som.yale.edu/garygorton/documents/GettingUpToSpeedJan-11-2012.pdf](http://www.faculty.som.yale.edu/garygorton/documents/GettingUpToSpeedJan-11-2012.pdf)
- 4 Napriek inému názvu aj v tomto prípade ide o systém vykonávajúci funkcie klasickej centrálnej banky. Bankári, ktorí za jeho založenie v USA lobovali, zvolili stratégiu názvu neobsahujúceho slová centrálna banka, aby ľahšie obišli negatívne naladenú verejnú mienku. Po viacerých neúspešných pokusoch sprevádzkovať centrálnu banku v USA bola verejnosť stále zásadne proti. Na to, aby zákon prešiel, bola potrebná niekoľko-ročná propaganda a utajovanie prípravy zákona pred médiami a verejnosťou bankármu až do jeho schvaľovania.
- 5 Bernanke, 2012b
- 6 Gross, 2009
- 7 Pacific Investment Management Co. LLC
- 8 Hypotekárny investičný fond banky Bear Stearns sa volal High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund.
- 9 Karpiš, 2007, Vitis & Thesing, 2007
- 10 ECB, 2005
- 11 Oddiel 13(3) Federal Reserve Act: [www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm](http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm)
- 12 Ivry, Harper & Putman, 2009
- 13 Bagus, Howden, 2010
- 14 Cenné papiere založené v repo obchodoch sú v USA vyňaté z procesu bankrotu. Sú tak mimo dosahu veriteľov dlžnej strany repo obchodu, čo umožnilo rozšírenie ich využitia v tieňovom bankovom systéme.
- 15 Shadow Banking System; viac o fungovaní tieňového bankového systému, jeho ďalších funkciách a rizikách v European Repo Council, 2012
- 16 [www.research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=1qy](http://www.research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=1qy)
- 17 V priebehu roka 2007 potrebovalo pomoc minimálne 43 fondov peňažného trhu od svojich ručiteľských inštitúcií, aby mohli vyplatiť vkladateľom celú istinu bez straty. Gorton & Metrick, 2012, s.13
- 18 BIS, 2009, s.26
- 19 Pn2543, 2008: CSPAN Rep Paul Kanjorski Reviews the Bailout Situation.
- 20 Haircut na rôzne druhy kolaterálu pred krízou a po nej. Zdroj: The Departement of the Treasury, 2013 s. 57. Pre viac informácií o vplyve finančnej krízy na kolaterál a tieňový bankový systém pozri túto publikáciu od strany 52-83.
- 21 Tzv. Rehypotekácia
- 22 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008a
- 23 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008b
- 24 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008c
- 25 The Daily Bail, 2009, BeatTheBanks, 2009
- 26 The Big Picture, 2008
- 27 Inman, 2009
- 28 Chari, Christiano, Kehoe, 2008
- 29 Heather, 2008
- 30 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008g
- 31 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009a
- 32 Kompletný prehľad existujúcich programov, v rámci ktorých požičiaval Fed finančnému sektoru peniaze alebo cenné papiere, nájdete tu: [www.newyorkfed.org/markets/Forms\\_of\\_Fed\\_Lending.pdf](http://www.newyorkfed.org/markets/Forms_of_Fed_Lending.pdf)
- 33 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009a
- 34 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008i
- 35 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009b
- 36 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008f
- 37 Thornton, 2008
- 38 Keoun, 2011
- 39 Kapitálové injekcie dosiahli 6,4 miliárd eur, štátne garancie na nový dlh do 150 mld. eur.
- 40 Zero hedge, 2011a
- 41 Zingales, 2013, str. 7
- 42 Nelson, 2008
- 43 Lengell, 2009
- 44 Podľa Barofského, bývalého šéfa inštitúcie vytvorenej na dohľad nad použitím TARP peňazí.

- Special Inspector General for TARP program. (Barofsky, 2012)
- 45 U.S. Department of The Treasury, 2013b
- 46 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008g
- 47 Bailout Tracker: [www.projects.propublica.org/bailout/entities/96-citigroup](http://www.projects.propublica.org/bailout/entities/96-citigroup)
- 48 Winkler, 2009
- 49 FDIC, 2008
- 50 Napríklad banka PNC Financial Services Group, ktorá dostala z TARP 7,6 mld. dolárov, niekoľko hodín potom kúpila svojho dlhodobého rivala National City Corp. za 5,6 mld. dolárov.
- 51 Na porovnanie medzi rokmi 2003 a 2007 zbankrotovalo dokopy iba 10 amerických bánk.
- 52 Stoffer, 2008
- 53 Auto Supplier Support Program. Zdroj: U.S. Department of The Treasury, 2009b
- 54 Po jeho schválení v Kongrese klesli až o 40%, pričom akcie samotných bánk klesli až o 80%.
- 55 Belvedere, 2013
- 56 V angličtine short selling. Naked short selling, keď si predávajúci akcie ani nepožičia, je už trochu iný príbeh a k tejto aktivite vzhľadom na jej podvodný charakter treba byť v niektorých kontextoch tejto praktiky kritickejší.
- 57 Securities and Exchange Commission
- 58 Battalio, Mehran & Schultz, 2012
- 59 Popis tzv. circuit breakers na americkom akciovom trhu nájdete tu: [www.usequities.nyx.com/markets/nyse-equities/circuit-breakers](http://www.usequities.nyx.com/markets/nyse-equities/circuit-breakers)
- 60 [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com)
- 61 Federal Housing Finance Agency, 2013
- 62 [www.freddiemac.com](http://www.freddiemac.com)
- 63 FDIC Quarterly, 2009
- 64 Freddie Mac, 2009
- 65 Preferred Stock Investments. Fannie and Freddie Bailout: [www.projects.propublica.org/bailout/programs/10-preferred-stock-investments](http://www.projects.propublica.org/bailout/programs/10-preferred-stock-investments)
- 66 U.S. Department of The Treasury, 2009a
- 67 Reuters, 2012b
- 68 Prieskum slov v knihách vydaných za posledných 50 rokov naznačuje nárast individualizmu, demoralizáciu textu a menej skromnosti. (Brooks, 2013) Článok vychádza z výskumu publikovaného tu: [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2255246](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2255246)
- 69 Karl Marx: List Lionovi Philipsovi - 25. jún 1864: MacDonald, 2010
- 70 „...nariadil som ministrovi financií, aby prijal opatrenia nutné na ochranu dolára pred špekulantmi. Ministrovi Connallymu som nariadil, aby dočasne pozastavil vymeniteľnosť dolára za zlato alebo iné rezervné aktíva...“ (Barofsky v tomto prípade znamená už vyše 40 rokov. (Hulipolozani, 2012)
- 71 Radford, 1945; viac o ekonomickej funkcii obchodníka ako sprostredkovateľa v Munger, 2008
- 72 Prehľad empirickej literatúry o tom, do akej miery môžu špekulanti zaťuť cenyropy medzi rokmi 2003-2008, z roku 2012 nájdete tu: [www.personal.umich.edu/~dolan/inflation0809.pdf](http://www.personal.umich.edu/~dolan/inflation0809.pdf) alebo tu: [www.voxeu.org/article/speculation-oil-markets-what-have-we-learned](http://www.voxeu.org/article/speculation-oil-markets-what-have-we-learned)
- 73 Pri dopyte po statku za účelom nie jeho spotreby, ale držania, hovoríme o tzv. rezervačnom dopyte. Viac o efektoch rezervačného dopytu a o praxnom mechanizme vplyvu prítomnosti špekulatívneho dopytu na úpravu ceny pozri Rothbard, 2009, str. 130 - 142
- 74 Cowen, 2013b
- 75 V USA odsúdili na 15 rokov väzenia za falšovanie a konšpiráciu vydavateľa zlatých krytých mincí a bankoviek nazvaných Liberty Dollar. Štátny prokurátor označil vydávanie súkromných peňazí za „jedinečnú formu domáceho terorizmu“. Murphy, 2011
- 76 Tzv. Gramm-Leach-Bliley Act z roku 1999. Viac k histórii regulácie amerického finančného trhu pozri [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1474430](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1474430) str. 29 -33
- 77 Zumbrun, 2010
- 78 Salmon, 2010
- 79 Zingales, 2012a
- 80 Cohan, 2012
- 81 Cohan, 2012
- 82 Comstock, 2011
- 83 Office of Federal Housing Enterprise Oversight - OFHEO.
- 84 Reuters, 2012c
- 85 The Wall Street Journal, 2013
- 86 Ani pri dohliadaní nad činnosťou iného štátneho orgánu to nemusí byť omnoho príjemnejšie. Neil Barofsky, bývalý šéf inštitúcie vytvorenej na dohľad nad použitím peňazí z programu TARP, si spomína na svoje pracovné stretnutia s bývalým šéfom newyorského Fedu a neskôr ministrom financií Timom Geithnerom: „...mal som s ním asi dve stretnutia jeden na jedného počas mojej viac než dvojročnej práce s ním. Jedno trvalo 30 sekúnd a to druhé 45 minút, počas ktorých na mňa kričal nadávkami.“ Barofsky, 2012
- 87 Tu nájdete napríklad prehľad regulátorov SEC, ktorí opustili túto inštitúciu a získali pozíciu v sektore, ktorý regulovali, alebo naopak prišli do SEC z regulovaných subjektov: [www.pogo.org/our-work/reports/sec-revolving-door.html](http://www.pogo.org/our-work/reports/sec-revolving-door.html)

- 88 Economist, 2013
- 89 Salmon, 2011
- 90 Teitelbaum, 2011
- 91 Kerber, 2009
- 92 Taibbi, 2013
- 93 Vidal, Draca & Fons-Rosen, 2011, str. 2
- 94 Tamtiež, str. 3
- 95 Príklad spolupráce regulátora a regulovaných subjektov z Európy: Newman, 2012
- 96 Salmon, 2013
- 97 The New York Times, 2009
- 98 Grimm, 2009
- 99 Sinn, 2010
- 100 Planet Money, 2012
- 101 Taibbi, 2012
- 102 Weil, 2011
- 103 Sanders, 2009
- 104 Weil, 2012
- 105 Cohn, 2008
- 106 Woellert, Kopecki, 2008, Nasiripur, 2009, Younglai, 2009
- 107 Sullivan, 2008
- 108 Black, 2009b
- 109 Schechter, 2010, str. 142
- 110 V USA sú to ratingové agentúry v tzv. Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO), pôvodne stanovených regulátorom Securities Exchange Commission.
- 111 American Enterprise Institute, 2000
- 112 Adams, 2012a
- 113 Fisher, 2013
- 114 Malone, 2006, str. 48
- 115 Newsweek Staff, 2009
- 116 Smith, 2010
- 117 MacDonald, 2010
- 118 Appelbaum, 2009
- 119 Koniak et al., 2010
- 120 Interagency Statement on Sound Practices Concerning Elevated Risk Complex Structured Finance Activities; U.S. Securities and Exchange Commission, 2006
- 121 U.S. Department of The Treasury, 2006
- 122 Sissoko, 2012b, časť II A
- 123 Sissoko, 2012a
- 124 Ross, 2009
- 125 Frieden, 2004
- 126 McCarthy & Peach, 2004, str. 1
- 127 Napríklad 70 z 85 riadkov nového zákona o regulácii derivátových obchodov prijatého v roku 2013 napísal lobista Citigroup. (The New York Times, 2013)
- 128 Frank Borman, Chairman of Eastern Airlines.
- 129 Bernanke, 2007
- 130 Choukhmane, Coeurdacier, Jin, 2014
- 131 Meraných peňažným agregátom Money Zero Maturity.
- 132 K tomuto a ďalším argumentom, prečo hypotéza globálnej záplavy úspor ako príčiny finančnej krízy stojí na vode a prečo viníť skôr príliš elastický svetový finančný systém, pozri Borio & Disyatat, 2011.
- 133 Tzv. currency board.
- 134 Gretchev, 2002, str. 68-69
- 135 Foote, Gerardi & Willen, 2012 str. 35
- 136 Foote, Gerardi & Willen, 2012 str. 58
- 137 Economist, 2013b
- 138 Pomerne presné predkrízové odhady potenciálnych strát z hypoték v prípade poklesu cien nehnuteľností mali aj iné banky, ako napríklad JP Morgan či UBS. Pozri Foote, Gerardi & Willen, 2012, str. 17
- 139 Ide o skratku výrazu No Income No Job no Assets. Takýto názov je parafrázou na štvorpísmenný kód, ktorým bola označená každá sekuritizovaná hypotéka a ktorý nesie informáciu o spôsobe overenie príjmu a majetku dlžníka. Kód NINA znamenal, že informácie o príjme (I) a majetku (A) neboli zisťované
- 140 Foote, Gerardi & Willen, 2012 str. 6
- 141 Tzv. „Payment Option ARM“.
- 142 Fleckenstein, 2008, str. 155 – 156
- 143 Zingales, 2012a
- 144 Agraval et al., 2012b, str. 6
- 145 Agraval et al., 2012b, str. 4
- 146 Foote, Gerardi & Willen, 2012, str. 18 – 19
- 147 Weisenthal, 2009
- 148 Kling, 2009a
- 149 Výnimkou sú neštandardné politiky, keď centrálna banka priamo poskytuje úvery nejakému vybranému sektoru alebo nakupuje dlhopisy z tejto oblasti namiesto klasických štátnych dlhopisov. To robil Fed napríklad pri prvom a treťom kole kvantitatívneho uvoľňovania nákupmi hypotekárnych cenných papierov. Takáto politika má už však okrem čisto monetárneho charakteru aj sektorové zameranie. Je preto šťastí aj hospodárskou a fiškálnou politikou.
- 150 15 z 19 teroristov zo septembrového útoku boli občania Saudskej Arábie.
- 151 Fleckenstein, 2008, str. 130 – 131
- 152 Viac k vplyvu monetárnej politiky na ceny aktív a finančnú páku bánk pozri [www-ho.rba.gov.au/publications/confs/2005/shin.pdf](http://www-ho.rba.gov.au/publications/confs/2005/shin.pdf)
- 153 Bernanke, 2012a, str. 19
- 154 Fleckenstein, 2008, str. 139
- 155 Didier Sornette paniku na kapitálových trhoch



- na rozdiel od Nasima N. Taleba považuje za endogénny problém, ktorý navyše nie je celkom nepredpovedateľný. Namiesto talebovskými „čiernymi labuťami“ ich preto nazýva „dračími kráľmi“, ktorých príchod sa snaží predpovedať.
- 156 ReasonTV, 2011
- 157 Hussan, Porter & Smith, 2008
- 158 Hott, Jokipii, 2012
- 159 Práve neopodstatnenou vierou v rast nehnuteľností sa ex post dá vysvetliť množstvo zlých predkrízových rozhodnutí (Foote, Gerardi & Willen, 2012)
- 160 Ženy s latentnou toxoplazmózou sú údajne otvorenejšie a bezstarostnejšie (Flegr & Havlíček, 1999), muži uzatvorenejší (Lindová et al., 2006), v cestnej premávke jazdia agresívnejšie a majú viac nehôd (Flegr et al., 2002) a vyšší testosterón ich robí pre ženy atraktívnejšími, zvyšuje ich vnímanú dominanciu a mužnosť (Hodková et al., 2007). Aj muž aj ženy sú v ekonomických hrách skúpejší (Lindová et al., 2010)
- 161 Silnú väzbu medzi nízkymi úrokmi a bublinami v cenách nehnuteľností našiel na vzorke zo 14 krajín OECD napríklad tento článok švajčiarskej centrálnej banky z roku 2012 (Hott & Jokipii, 2012)
- 162 Prehľad literatúry k rôznym kanálom, ktorými zníženie základných úrokov zvyšuje rizikovosť správania sa komerčných bánk pozri Altunbas et al., 2010, str. 7 – 10
- 163 Viac pozri Cowen, 2010, str. 17 – 20
- 164 Tento článok sa snaží o empirické potvrdenie vzťahu medzi zníženou averziou investorov (odhadovanou pomocou indexu implikovanej volatility VIX) voči riziku a expanzívnu pozíciu monetárnej politiky (Bekaert, Hoerova & Lo Duca, 2012)
- 165 Expected Default Frequency – hodnota pravdepodobnosti, že daná spoločnosť nebude v danom období schopná splácať svoje záväzky, počítaná na základe údajov z dlhopisového a akciového trhu a údajov o bankrotoch spoločnosťou KMV patriacej Moody's.
- 166 Moreno, 2012
- 167 Shin, 2005, str. 315
- 168 Názor, že za bubliny a pravidelné krízy môže centrálna banka, ktorá príliš zníži cenu finančnej páky v danej menovej oblasti, sa pomaly opäť vracia späť aj do hlavného ekonomického prúdu. Pozri Borio, 2011a, str. 4 – 5
- 169 Corrigan, 2013
- 170 Za inšpiráciu pri tomto príklade vďačím Robertovi Murphymu.
- 171 33,3% ročne na pôžičky v obilí a 20% ročne v striebre (Homer, Sylla, 2005, str. 3)
- 172 Prevažne 8,3% ročne (Homer, Sylla, 2005, str. 63)
- 173 Tamtiež, str. 21
- 174 Vermeersch, 1912
- 175 Ďalšie cirkevné rozhodnutie o nemorálnosti úrokov, tentoraz z roku 1745, možno nájsť tu: [www.newadvent.org/library/docs\\_be14vp.htm](http://www.newadvent.org/library/docs_be14vp.htm)
- 176 Evanjelium podľa Matúša, kapitola 25, 26 – 30 [www.svatepismo.sk/suradnice.php?suradnice=Mt+25](http://www.svatepismo.sk/suradnice.php?suradnice=Mt+25) via Hülsmann, 2007
- 177 [www.svatepismo.sk/suradnice.php?suradnice=Dt+23%2C19-20](http://www.svatepismo.sk/suradnice.php?suradnice=Dt+23%2C19-20)
- 178 Viac o pohľade katolíckej cirkvi na úrok a jeho vývoji v čase možno nájsť tu: [www.newadvent.org/cathen/15235c.htm](http://www.newadvent.org/cathen/15235c.htm). Za zdroje a komentár ďakujem Matúšovi Sitárovi.
- 179 de Soto, 1998, str. 66 – 67
- 180 U Böhm-Bawerka ursprünglicher Kapitalzins, u Misesa Urzins v anglickom preklade originary interest.
- 181 Hülsmann, 2002 str. 98
- 182 Mei, Oliver, Thorsten, 2011
- 183 Hülsmann, 2002
- 184 Homer, Sylla, 2005, str. 2
- 185 Kapitálové statky, prírodné zdroje, práca sú výrobné faktory.
- 186 Viac pozri Hülsmann, 2008, str. 35
- 187 Prehľad možných vzťahov medzi zmenami v úroku a hrubých úsporách a ich vplyve na dĺžku produkčnej štruktúry je možné nájsť v Hülsmann, 2008.
- 188 Článok o empirickom vzťahu medzi výstavbou najvyšších budov sveta a hospodárskym cyklom (Thorton, 2005)
- 189 Tzv. malinvestments bližšie pozri Mises, 1949.
- 190 Hannah, 2008
- 191 Kuhn et al., 2010
- 192 Freddie Mac, 2013, str. 42
- 193 Vznikol tak priestor na vznik súkromných firiem, ktoré za poplatok celý proces zadministrujú ako napríklad [www.youwalkaway.com](http://www.youwalkaway.com)
- 194 K vzťahu medzi výdavkami na spotrebu a cenami nehnuteľností pozri napr. Case, Quingley, Shuller, 2013
- 195 Mian, Sufi, 2011
- 196 Cowen, 2010, str. 38
- 197 IMF, 2006a, kapitola 2, str. 51
- 198 V roku 2002 sa riziková váha na výpočet vlastného kapitálu hypotekárnych cenných papierov s ratingom AA a vyšším znížila na 0,2, čo zodpovedalo váhe hypotekárnych cenných papierov garantovaných pološtátnymi hypotekárnymi agentúrami Fannie Mae a Freddie. To následne

- viedlo k odstráneniu konkurenčnej výhody Fannie a Freddie a výraznému zníženiu ich trhového podielu v rokoch 2004 - 2005 v prospech čisto súkromne sekuritizovaných hypoték. Viac pozri Kling, 2009a, str. 20 - 29
- 199 Mackenzie, Spears, 2012, str. 61
- 200 Jones, 2000 via. Kling, 2009a, str. 25
- 201 Foote, Gerardi, Willen, 2012f, str. 10 - 11
- 202 Vo volebných obvodoch dôležitých amerických politických predstaviteľov dostávali od hypotekárnych agentov voliči diskont na úroku hypoteky alebo im boli poskytnuté hypoteky vo väčšom objeme (Gabriel, Kahn, Vaughn, 2013)
- 203 Viac o politike podpory bývania v USA, ktorá prispela ku kríze pozri Kling, 2009a, str. 17 - 21
- 204 Foote, Gerardi, Willen, 2012, str. 35
- 205 Konkrétne do AAA tranží subprime hypoték a Alt-A hypotekárnych cenných papierov.
- 206 Federal Housing Finance Agency, 2013
- 207 O zhubnom vplyve Fannie a Freddie na trhu nízkohodnotných hypoték zrejme nepochybuje ani štátny regulator SEC, ktorý v roku 2011 obvinil 6 vrcholových manažérov z týchto inštitúcií z podvodov s cennými papiermi a zavádzania verejnosti o skutočnej expozícii týchto inštitúcií na vysokorizikovom hypotekárnom trhu. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2011)
- 208 Agrawal et al., 2012a
- 209 Napríklad banka Wells Fargo dostala od amerického ministerstva vnútra pokutu 1,5 miliónov dolárov za vyššie úroky na úveroch Afroameričanom a Hispáncom. Tie neurčovali rasistickí pracovníci banky, ale boli snahou kompenzovať vyššiu rizikovosť zistenú štatistickou analýzou. (Fargo, 2013)
- 210 Mozilo, 2010
- 211 Viac o postupnom znárodnení a monopolizovaní peňazí pozri Rothbard, 2010.
- 212 Hulsmann, 2007, str. 182
- 213 Smith, 2003 str. 261
- 214 Ide o tzv. regresný teorém, pozri Mises, 1949, str. 405-413
- 215 Prerozprávali ju Keynes, Tobin, Friedman, Mankiw a mnohí ďalší. Pozri Koning, 2013f
- 216 Goldberg, 2005, str. 3, viac Koning, 2013f
- 217 Časť 16 odsek 4 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013g, viac pozri Koning, 2014
- 218 Príklad Warrena Moslera tzv. chartalistická teória peňazí.
- 219 Tzv. fiškálne krytie.
- 220 Pomer hotovosti v obehu k peňažnému agregátu M1, ktorý je v eurozóne asi najbližšie ekonomickej definícii peňazí.
- 221 European Central Bank, n.d.
- 222 Na druhej strane banka musí platiť úrok na vkladu veriteľa, ktorý úver z peňazí z ničoho dostal. Ten je však zvyčajne výrazne nižší ako úročené úveru.
- 223 Detailnejší popis fungovania bankovníctva frakčných rezerv s popisom celého procesu na schéme sívah zúčastnených bánk spolu s históriou a vývojom takejto usporiadania, pozri de Soto, 1998
- 224 Prevažne na sekundárnom trhu, a nie priamo na aukcii štátnych dlhopisov. Americký Fed má nakupovať dlhopisy priamo od štátu začiatkom od roku 1981, keď došlo k zmene pravidiel jeho fungovania tak, že príslušná sekcia 14(b) zákona o federálnom rezervnom systéme (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013a) obmedzuje operácie Fedu iba na voľný trh, čím sa zakazala dovtedy existujúca možnosť ministerstva financií ľahko si požičať na priamo z centrálnej banky predajom krátkodobých cenných papierov.
- 225 Gorton, 2012, str. 111-117
- 226 Výkonné nariadenie číslo 6102.
- 227 Pre popis historického vývoja tohto právneho pasívulu, ktorý zmiešal vklad s úverom a vedie k zavádzaniu ľudí oľadom skutočnej podstaty ich zmlúvy s bankou, pozri de Soto, 1998 kapitolu 1 a 3.
- 228 Vypočítané z výšky vkladov domácností a neziskových organizácií a výšky rezerv komerčných bánk v ECB koncom roka 2007.
- 229 Tento posun pekne ilustruje jeden z posledných prejavov v roku 2014 z funkcie odstupujúceho „záchrancu sveta“ (teda prinajmenej finančného) šefa americkej centrálnej banky Bena Bernankeho, ktorý pri odvolávke na Bagehotovo pravidlo už na penalizačné úroky úplne zabudol: „Na likviditné problémy počas krízy zareagoval Federálny rezervný systém energicky a spôsobom, ktorý bol v súlade s lekciami, ktoré sa centrálné banky naučili z finančných paník za viac než 150 rokov zosumarizovaných v dielach britského novinára z 19. storočia Waltera Bagehota: „Požičavaj skoro a štedro solventným inštitúciám.“ Tento detail si viemol Arnold Kling (2014).
- 230 Bruner, 2008
- 231 de Soto, 1998, str. 200-217
- 232 Banky boli substitútnymi ozajstných kovových peňazí.
- 233 Gorton, 2012, str. 52-57
- 234 Joseph Salerno nazval historicko-logický vývoj počas ktorého štátne zásahy umožnili vznik papierových fiat peňazí a podkopali trhom

- vyvinutý komoditný štandard, tzv. progression theorem Salerno, Joseph. 1991." Salerno, 1991, str. 29
- 235 Nekryté peňažné substitúty sa v rakúskej literatúre nazývajú fiduciárne prostriedky.
- 236 V rokoch 1797, 1811, 1813, 1816, 1819, 1825, 1837, 1847, 1857, 1866, 1873, 1884, 1890, a 1893 niektoré z nich neboli systematické, nerozšírili sa, postihli iba lokálne banky, ako napr. paniky v roku 1884 a 1890 sa týkali iba New York City. (Gorton, 2012, str. 29)
- 237 Gorton, 2012, str. 59
- 238 Napríklad v panike z roku 1907 v USA to bola strata iba 0,1 centu z dolára vkladov. (Gorton, 2012, str. 23)
- 239 Detailnejšie pozri Hülsmann, 2007
- 240 Bagehot, 1873, str. 97.
- 241 V USA boli súkromné emisie zlikvidované nie zákazom, ale vysokým zdanením.
- 242 Zoznam akcionárov Banca D'Italia: [www.bancaditalia.it/bancaditalia/funzgov/gov/partecipanti/Shareholders.pdf](http://www.bancaditalia.it/bancaditalia/funzgov/gov/partecipanti/Shareholders.pdf). V tejto súvislosti možno spomenúť kuriózný spôsob skrytej dotácie súkromných bánk práve cez ich vlastníctvo akcií v centrálnej banke. V roku 2014 sa taliansky parlament po takmer storočí rozhodol preceniť vlastný kapitál centrálnej banky zo 156 000 na 7,5 miliárd eur. Zároveň stanovil maximálny 3% vlastnícky strop pre komerčné banky. Zvyšný podiel museli preto banky, ako Intesa a UniCredit, ktoré vlastnili 42 a 22%, do troch rokov predať späť centrálnej banke, na čom vďaka novej „trhovej“ cene zarobili 2,3, respektíve 1,15 miliardy eur. Naprázdno nevyšla ani talianska štátna kasa, ktorej museli banky odviešťať daň zo zisku z kapitálového zhodnotenia vo výške 900 mil. eur. A potom, že neexistuje obed zadarmo. (Reuters, 2014)
- 243 Federal Reserve Bank of Richmond, 2013
- 244 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013f
- 245 Viac detailov v blogu, z ktorého táto časť čerpá (Koning, 2013b)
- 246 Goodhart, 1988
- 247 Gretchev, 2002
- 248 Hoppe, 1990 via Gretchev, 2002
- 249 Goodhart, 1984.
- 250 Bagehot, 1873.
- 251 V USA bola regulačná požiadavka na bankové holdingy držať vlastný kapitál minimálne vo výške 5,5% celkových aktív zavedená až v roku 1985.
- 252 Singh, 2011 str. 7
- 253 Po európskych sťažnostiach rozšírili USA povinnosť plniť BASEL 2 pravidlá v roku 2002 z komerčných bánk aj na americké investičné banky
- 254 Economist, 2012b
- 255 Gorton, 2012, str. 170 a str. 217
- 256 Bagehot, 1873, str. 108 via Gretchev, 2002
- 257 NBS, 2010
- 258 Karpíš, 2010b a Karpíš, 2011a
- 259 Smith, 2003, s. 854-857
- 260 Keynes, 1920
- 261 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013c
- 262 Na rovnakom princípe bol predstavý návrh na riešenie problému vyukého štátneho dlhu v USA vyrazením balíčkovej miery zmesu vým miešterstvom financií a jej následným vymenením v centrálnej banke za hotovosť, či už pri predajom, alebo založením za úver. Viac Karpíš, 2011
- 263 Koning, 2013c
- 264 Tento vzťah platí aj naopak. Fiskálna politika má v niektorých situáciách schopnosť /schopnosť/ spôsobom obmedziť schopnosť /schopnosť/ monetárnej politiky kontrolovať ceny v ekonomike. Viac pri Leeper, Walker, 2011
- 265 Keynes v origináli hovorí o eutanázii (Keynes, 1936, str. 376)
- 266 Tamtiež
- 267 Leonard Read pekne tento zášak ekonomiky spríkladuje popísal v texte „Ja, ceruzka“, učivo dostupnom napríklad tu: [www.leo.org/history/detail/i-pencil-audio-pdf-and-html](http://www.leo.org/history/detail/i-pencil-audio-pdf-and-html)
- 268 Hayek, 1945
- 269 Často sa ako vrchný limit uvádza počet 15/
- 270 Merané peňažným agregátom M1 predstavujúcim z hotovosti v obehu a vkladov splatných na požiadanie.
- 271 Vklady na bežných účtoch v španielskych bankách narástli za rok 2009 o neuveriteľných 100%. Merané objemom vkladov na bežných účtoch, či je hlavná zložka peňažného agregátu M1, ktorý v európe najlepšie zodpovedá ekonomikkej definícii peňazí: [www.adw.ech.europa.eu/browseSelection.do?node=2120791&sl2=4&sl4=4&DATA\\_TYPE=1&DATASEL=2&sl2=2&trans=N](http://www.adw.ech.europa.eu/browseSelection.do?node=2120791&sl2=4&sl4=4&DATA_TYPE=1&DATASEL=2&sl2=2&trans=N)
- 272 Tzv. Cantillonov efekt viac tu: Baki & Wagner, 2012. Richard Cantillon bol ekonóm, ktorý sa ako investor zúčastnil na pokuse kňaza Lawa s nekrytými, papierovými peniazmi vo Francúzsku medzi rokmi 1716 – 1720. Zlé peniaze okrem toho, že nafúkli tzv. Mississippi bublinu, viedli k skorému kolapsu a rozbíjaniu mnohých ľudí. Cantillon na bubline rozprávkovo zohral.
- 273 Hülsmann, 2007, str. 110



- 274 Bernanke, 2006b via Selgin, Lastrapes & White, 2010
- 275 Selgin, Lastrapes & White, 2010, str. 5 – 7
- 276 Black, 2009a
- 277 Viac k definícii toho, čo sú a čo nie sú peniaze, pozri [www.mises.org/rothbard/austrianmoneysupply.pdf](http://www.mises.org/rothbard/austrianmoneysupply.pdf)
- 278 Za ozajstný termínovaný účet možno považovať iba účet, kde za predčasný výber existuje pokuta vyššia, ako je stratený úrok. Ak existuje možnosť okamžitého výberu, následkom ktorého je len strata časti alebo celých úrokov, potom tieto peniaze nemôžeme považovať za skutočný úver, ale za časť subjektívneho peňažného zostatku vkladateľa. Teda ekvivalent bežného účtu, akurát so špeciálnym úročením.
- 279 National Broadcasting Company, 2003
- 280 Trotta, 2013
- 281 Hagopian et al., 2013
- 282 Od roku 1960, 1977, respektíve 1978. (Erste Group, 2013, str. 29)
- 283 Tu je prehľad pokrízových ekonomických článkov, ktoré sa vracajú k rakúskemu pohľadu na hospodársky cyklus: [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2363560](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2363560)
- 284 „FOMC (ekvivalent bankovej rady centrálnej banky v americkom Fede, ktorá robí rozhodnutia o cieľovej úrokovej sadzbe a nákupoch aktív, pozn. autor) tiež konala v snahe zlepšiť fungovanie trhu a tlačit na zníženie dlhodobých úrokov za pomoci veľkoobjemových nákupov vládneho dlhu, agentúrnych hypotekárnych cenných papierov a štátnych dlhopisov s dlhou lehotou splatnosti, ktorých Fed v súčasnosti drží už viac než 2 bilióny dolárov.“ Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010
- 285 „Čo monetárna politika skutočne kontroluje, sú nominálne krátkodobé úroky. No keďže inflácia sa prispôsobuje iba pomaly, kontrola nominálnych krátkodobých sadzieb obvykle znamená kontrolu reálnych krátkodobých sadzieb v krátko a strednodobom horizonte.“ Ben Bernanke, bývalý šéf Fedu (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013g)
- 286 Empirická štúdia k tomu, že likviditný efekt novovytvorených zlých peňazí vyprodukovaných centrálnou bankou dominuje efektu inflačných očakávaní na úrok, pozri Cochrane, 1989
- 287 Farhi, Tirole, 2009, str. 2
- 288 Prehľad rôznych odpovedí na kritiku, že Hayekova podoba rakúskej teórie hospodárskeho cyklu porušuje hypotézu racionálnych očakávaní, možno nájsť v [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2412162](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2412162) str. 14 – 20
- 289 Podľa prominentného makroekonóma Oliviera Blancharda musíme ešte pochopiť nielen to, ako používať nástroje monetárnej a fiškálnej politiky, ale ako ich vôbec zostrojiť. „Stále mám pocit, že sme ešte veľmi ďaleko od toho, aby sme chápali, ako tieto nástroje používať.“ Cronin, 2011
- 290 Borio, 2011a, str. 2 – 3
- 291 Zulauf, 2012
- 292 Hülsmann, 1998
- 293 Skousen, 2009, str. 234
- 294 Kling, 2011
- 295 Strogatz, 2009
- 296 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005, str. 12
- 297 „Ekonomické modely sú užitočné iba v kontexte, pre ktorý boli vytvorené... Štandardné modely boli dizajnované pre tieto nekrízové obdobia, v tomto kontexte sa ukázali ako celkom užitočné.“ (Bernanke, 2010)
- 298 Tu je databáza makromodelov využívaných verejnými inštitúciami ako MMF alebo centrálnymi bankami FED, ECB či v akadémii: [www.macromodelbase.com/home](http://www.macromodelbase.com/home)
- 299 Committee on Science and Technology, House of Representatives, 2010, str. 4
- 300 Viac o DSGE modeloch napríklad tu: [www.vserver1.cscs.lsa.umich.edu/~crshalizi/notabene/dsges.html](http://www.vserver1.cscs.lsa.umich.edu/~crshalizi/notabene/dsges.html) alebo tu: [www.ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14677.html](http://www.ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14677.html)
- 301 Committee on Science and Technology, House of Representatives, 2010 str. 13 via Grant, 2012
- 302 Smith, 2014
- 303 Caballero, 2010, str. 86
- 304 The Nobel Foundation, 1974
- 305 Caballero, 2010, str. 86
- 306 Science Daily, 2013
- 307 Blanchard, 2008, str. 2
- 308 Kling, 2009b
- 309 Papola, 2013
- 310 Dinga, 2012b
- 311 „Náš záver, že ku každému spomaleniu ekonomiky dôjde svojím vlastným spôsobom, nie je nič nové.“ (Stock, Watson, 2003)
- 312 Grant, 2012, str. 1
- 313 Tzv. Veľká recesia v USA podľa National Bureau of Economic Research sa začala v decembri 2007 a skončila sa v juni 2009.
- 314 Adams, 2012b.
- 315 Podľa niektorých autorov je matematizácia modernej západnej vedy priamo výsledkom snahy o etické posúdenie ekonomických aktivít v stredoveku. Pozri Johnson, 2013
- 316 Cournot, 1897, str. 4
- 317 Stugler, 1965

- 318 Samuelson, 1947
- 319 Samuelson, 1952
- 320 Friedman, 1953
- 321 Jeden z najdôležitejších skeptikov v tejto oblasti bol ekonóm Ludwig von Mises.
- 322 Samuelson, 1989, pp. 837.
- 323 Bethel, 1999, p. 151.
- 324 Henderson, 2009
- 325 Skousen, 1999
- 326 Mises, 2008
- 327 Eriksson, 2012
- 328 The Telegraph, 2009
- 329 Výraz Jima Manziho (2012a), ktorý popisuje problém s aplikovaním postupov z prírodných vied na principiálne odlišné spoločenské vedy (jeho kniha [www.amazon.com/Uncontrolled-Surprising-Trial---Error-Business/dp/046502324X](http://www.amazon.com/Uncontrolled-Surprising-Trial---Error-Business/dp/046502324X))
- 330 Pozri Mises: Epistemological Problems of Economics (2002)
- 331 Viac pozri [www.praxeology.net/wiggy-draft.pdf](http://www.praxeology.net/wiggy-draft.pdf)
- 332 Časť negatívneho vplyvu zvyšovania minimálnej mzdy na nezamestnanosť bola kompenzovaná zvyšovaním pracovnej záťaže, rušením zamestnávateľom organizovaného vzdelávania a obmedzovaním príspevku zamestnávateľa na zdravotné poistenie zamestnanca (McKenzie, 2014).
- 333 American Recovery and Reinvestment Act
- 334 Romer, Bernstein, 2009, str. 4
- 335 Menger, 1883
- 336 Príklad používaný ekonómom Ludwigom von Misesom.
- 337 Samuelson, 1952
- 338 Smith, 1966
- 339 Einstein, 1933
- 340 Hayek, 1933, str. 35
- 341 Tamtiež, str. 37
- 342 Mencken, 1982, str. 622
- 343 Fatal Conceit Bartley, 1988, str. 76
- 344 Koncept „*skin in the game*“, ktorý možno voľne preložiť ako „*ísť s kožou na trh*“, popularizovaný v poslednom čase Nassimom N. Talebom. Skin v anglickom výraze nie je odvodený od vlastnej kože, ale kože, z ktorej kedysi boli vyrábané peňaženky.
- 345 Stiglitz, Orszag, Orszag, 2002, str. 6. Na tento prípad upozornil Nassim Taleb vo svojej knihe Antifragile.
- 346 Office of Federal Housing Enterprise Oversight – OFHEO.
- 347 Stiglitz, Orszag, Orszag, 2002, str. 5
- 348 Stiglitz (2010) nerealistické modely po kríze intenzívne kritizoval: „*Akademickí ekonómovia hrali veľkú rolu pri vzniku krízy. Ich modely boli príliš zjednodušené, skreslené a vynechali najdôležitejšie aspekty.*“ Zabúda však upozorniť, že aj on bol jedným z tých, ktorí ich pri ovplyvňovaní americkej politiky používali. (Finweb, 2012)
- 349 Hell, 2014
- 350 Morris, Na, Johnson, 2008 (pôvodný článok tu: Willkins, Richter, 1940)
- 351 Malhotra, 2013
- 352 News-medical, 2013
- 353 Sowell, 2011, str. 93
- 354 Powell, 2003
- 355 Mülherr, 2012
- 356 Hanson, 2008
- 357 Shepherd, Kay, 2011, str. 264
- 358 Shepherd, Kay, 2011, str. 272
- 359 Parliament of Iceland, 2008, str. 10
- 360 Parliament of Iceland, 2008, str. 6
- 361 Mishkin, Herbertsson, 2006, str. 9
- 362 Movieclips, 2011
- 363 Keynes, 1936, p. 383
- 364 „*We are all Keynesians now*“ je známy výrok Milтона Friedmana, podľa ktorého sa v tomto zmysle vyjadril americký prezident Richard Nixon po opustení zlatého štandardu.
- 365 Zingales, 2009
- 366 Klein, 2009
- 367 Bergren, 2010
- 368 Boettke, 2011
- 369 Trofimov, 2011
- 370 Bagehot, 1873
- 371 Ugolini, 2011, str. 24
- 372 Martens, 2012
- 373 Tzv. cognitive capture.
- 374 Reilly, Rickman, Witt, 2012
- 375 Taibbi, 2011
- 376 Forbes, 2013
- 377 Phillips, House, Bjork, 2012
- 378 Buck, 2013
- 379 Reuters, 2012a
- 380 Tremlett, 2012
- 381 Goldstein, 2012
- 382 Ugolini, 2011, str. 12
- 383 Kolníková, et al., 2009, str. 140 – 141
- 384 FDIC, 2000
- 385 Fleckenstein, 2008
- 386 Tamtiež
- 387 Tamtiež
- 388 Toto tvrdenie je podložené zápismi z FOMC z tohto obdobia, viac pozri Fleckenstein, 2008
- 389 Clark, 2009
- 390 Tse, 2010
- 391 Ročné maximum ceny akcie pred krízou bolo 133 dolárov.

- 392 Calomiris, 2012
- 393 Tamtiež
- 394 Z hľadiska efektov na finančný systém ako celok je pri bankách lepším ukazovateľom než ich veľkosť a ich prepojenosť na iné finančné subjekty. O jej meranie sa snaží DebtRank [www.nature.com/srep/2012/120802/srep00541/full/srep00541.html](http://www.nature.com/srep/2012/120802/srep00541/full/srep00541.html) [www.focproject.eu](http://www.focproject.eu), ktorý vyhodnocuje dôležitosť inštitúcie na základe jej prepojenosti s ostatnými inštitúciami podobne ako PageRank internetového vyhľadávачa Google.
- 395 Black, Hazelwood, 2011, str. 2
- 396 Black, Hazelwood, 2010
- 397 JP Morgan Chase & Co., Citigroup Inc., Wells Fargo & Co., Goldman Sachs Inc. (Lynch, 2012)
- 398 Zachraňované banky sa pred krízou správali merateľne rizikovejšie ako subjekty, ktoré z verejných zdrojov sanované neboli (Brei, Gadanecz, 2012)
- 399 Predkrízový empirický článok poukazujúci na laxný prístup štátom podporovaných bánk k riziku (Gadanecz, Tsatsaronis, Altunbas, 2012, str. 163)
- 400 Tu je to isté povedané v modeli a jazyku dnešného mainstreamu (Farhi, Tirole, 2009)
- 401 David, 2013
- 402 ProPublica, 2013
- 403 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008d
- 404 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008e, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009d
- 405 Tu je zoznam najväčších veriteľov AIG, ktorí dostali vďaka štátnej pomoci od AIG 100 centov za každý dolár pohľadávky: AIG, 2008
- 406 Podľa Barofského, bývalého šéfa inštitúcie vytvorenej na dohľad nad použitím TARP peňazí. Special Inspector General for TARP program (Barofsky, 2012, BNN, 2012)
- 407 Nasiripur, 2010a
- 408 Nasiripur, 2010b
- 409 The Daily Bail, 2012
- 410 Schmidt, 2009
- 411 Banerjee, Katz, 2013
- 412 Johnson, 2012
- 413 Keynes, 1936, str. 129
- 414 via Boettke, 2011.
- 415 Boettke, 2011
- 416 Krugman, 2008
- 417 Tento ekonomický omyl, v ktorom chválime to, čo vidieť, a pritom ignorujeme to, čo vidieť nie je, popísal už pred 163 rokmi francúzsky ekonóm Frédéric Bastiat v eseji Parable of the broken window (Bastiat, 2009)
- 418 Schneider, Buehn, Montenegro, 2010, str. 24
- 419 Príklad Joela Mokyra, 2013
- 420 Čistý domáci produkt je očistený od odpisov v ekonomike za daný rok.
- 421 Viac pozri Reisman, 2008
- 422 Irwin, 2013. Podobné zmeny v metodike následne prijali aj viaceré európske krajiny.
- 423 Reisman, 2008
- 424 Pozitívny efekt fiškálnej stimulácie na trh práce výlučne cestou štátnych zamestnancov (Ramey, 2012)
- 425 Jones, 2013
- 426 Pre keynesiánov nepredstaviteľný efekt zvýšených verejných výdavkov v podobe poklesu investícií a spotreby, čiže negatívny multiplikátor našiel napríklad tento výskum ekonómov hlavného prúdu (Blanchard, Perotti, 2002)
- 427 Alesina, Ardagna, 2009, Alesina, Favero, Giavazzi, 2012, Barro, 2009
- 428 Benčík, 2009
- 429 American Recovery and Reinvestment Act of 2009
- 430 ECB, 2014, str. 95
- 431 Podobný efekt spočívajúci iba v presune v budúcnosti plánovaných nákupov áut do súčasnosti malo šrotovné aj v USA. Pozri: [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1670759](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1670759)
- 432 Congressional Budget Office, 2010
- 433 Rothfus, 2013
- 434 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015
- 435 Mankiw, 2009
- 436 História programov kvantitatívneho uvoľňovania a vplyv jednotlivých kôl na súvahu Fedu. (Incrementum AG Stoeferle, Valek, 2014)
- 437 Bernanke, 2002
- 438 Ktovie na základe čoho šéf americkej banky považoval dostupnosť bývania za dobrú. Podľa mesačného indexu dostupnosti bývania zostavovaného americkou Národnou asociáciou realitných kancelárií bola dostupnosť v čase tohto výroku najhoršia za posledných 14 rokov. (Invictus, 2010)
- 439 The White House, 2005
- 440 RonPaulDaily, 2012
- 441 Prejav Rona Paula v House Financial Services Committee, September 2003: [www.minnpost.com/politics-policy/2008/09/ron-paul-saw-financial-mess-coming](http://www.minnpost.com/politics-policy/2008/09/ron-paul-saw-financial-mess-coming)
- 442 Thorton, 2006. V marci 2003 tiež na stránkach Mises Institute varoval pred bublinou v nehnuteľnostiach a) Frank Shostak (2003) v novembri 2004 Stefan Karlsson (2004)
- 443 Grant, 2012, str. 1



- 444 Tamtiež
- 445 Invictus, 2010
- 446 Grant, 2012, str. 1
- 447 Tzv. Veľká recesia v USA podľa National Bureau of Economic Research sa začala v decembri 2007 a skončila sa v júni 2009.
- 448 „Tvrďím, že nedávna finančná kríza bola skôr zlyhaním ekonomického inžinierstva a ekonomického manažmentu, ako toho, čo nazývam ekonomickou vedou.“ Ben Bernanke v septembri 2010 na Princeton University: [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100924a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100924a.htm)
- 449 Viac k deflačnej špirále pozri Šima, 2002.
- 450 Prepočítané prevodným kurzom eura a upravené o infláciu spotrebiteľských cien od roku 1995 – 2012.
- 451 Friedman, Schwartz, 1963, str. 15
- 452 Williamson, 2015 via [www.measuringworth.com/growth](http://www.measuringworth.com/growth)
- 453 Tak ako pri iných historických ekonomických údajoch ani toto empirické porovnanie nemožno považovať za konečný dôkaz toho, že štátom produkované zlé peniaze spomaľujú ekonomický rast. Počas uvedeného obdobia sa nemenili iba monetárne systémy, v ktorých americká ekonomika pôsobila, ale aj množstvo iných faktorov. Výrazne napríklad kleslo aj tempo rastu americkej populácie, čo malo tiež negatívny dosah na hospodársky rast krajiny.
- 454 Hummel, 2010
- 455 Túto hypotézu vyjadrovala tzv. Philipsova krivka.
- 456 Ak by existoval vzťah medzi nevyužitou kapacitou v ekonomike a cenovou infláciou, mala by potom existovať korelácia medzi cenovým indexom CPI a rozdielom medzi reálnym a potenciálnym HDP. Vývoj amerického indexu spotrebiteľských cien CPI verzus Output Gap – rozdiel medzi reálnym a potenciálnym HDP – od roku 1949 iba negatívna korelácia 0,03 (Grant, 2012, str. 2-3)
- 459 Ako píše nový keynesián Michael Woodford (2003, str. 238), „iba v prostredí s lepkavými cenami môžeme zaviesť rozhodujúci wicksellinársky rozdiel medzi skutočnou a „prírodzenou“ úrokovou mierou, keďže tento nesúlad medzi nimi vzniká iba ako následok neschopnosti cien prispôbiť sa dostatočne rýchlo.“ Bez cenových rigidít by neexistoval pre novokeynesiánske pilulky teoretický priestor.
- 460 Vysvetlenie, prečo sa firmám oplatí ceny znižovať pomalšie, ako je to optimálne z celospoločenského hľadiska, a vznikajú tak makroekonomické negatívne externality, priniesol Gregory Mankiw (1985) vo svojom článku Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly, v ktorom sa snaží novokeynesiánske vnímanie cenových rigidít zasadiť do kontextu neoklasického vnímania ekonomických domácností a firiem ako racionálnych, zisk a úžitok maximalizujúcich aktérov pôsobiacich v systéme parciálnej rovnováhy.
- 462 Jones, 2013b
- 463 Bureau of Labor Statistics, 2014
- 464 Elsby, 2006
- 465 Okrem toho „...dostupné dáta sa tvrdohlavo odmietajú podvoliť jednoduchému príbehu o určujúcej úlohe miezd vo vývoji miery nezamestnanosti počas Veľkej recesie, či vôbec ktorejkoľvek recesie.“ „Počiatočné dôkazy sa zdajú byť prislachými na potvrdenie jednoduchého príbehu, podľa ktorého kombinácia smerom dole lepkavých nominálnych miezd a nízkej inflácie vygenerovala vysokú mieru nezamestnanosti (počas Veľkej recesie, pozn. autor) nadmernými stratami pracovných miest.“ Elsby, 2006, str. 18 a str. 14
- 466 Gertler, Senaj, 2009, str. 96 a 98
- 467 Svobodová, 2012
- 468 Flanders, 2013
- 469 Elsby, 2006
- 470 Pessó, Reenen, 2013
- 471 Tobin, 1972
- 472 Fisher, 1933
- 473 Takzvané jubileum.
- 474 Mulligan, 2012a; článok k zmenám marginálneho zdanenia v kríze: Mulligan, 2012b; tu je stránka ku knihe, ktorá sa téme vplyvu zmien v dávkach na motivácie a nezamestnanosť venuje: [www.redistributionrecession.blogspot.sk](http://www.redistributionrecession.blogspot.sk)
- 475 Mulligan, 2012b
- 476 Unemployment Insurance Federal Additional Compensation
- 477 Ohanian, 2012
- 478 Herkenhoff, Ohanian, 2012
- 479 Joffe-Walt, 2013
- 480 Weissmann, 2013
- 481 Podľa tohto empirického výskumu môže za veľkú časť dlhodobého zvýšenia nezamestnanosti po Veľkej recesii práve predĺženie doby vyplácania dávok v nezamestnanosti a ich efekty hlavne na strane dopytu po práci (Hagedorn et al., 2013)
- 482 Mises, 1949
- 483 Bernanke, 2010b
- 484 Elliott, 2012
- 485 Brož, 2013
- 486 Jancura, 2008
- 487 Kolníková et al., 2009, str. 222
- 488 podľa Antonína Novotného, budúceho prezidenta ČSSR. Kolníková et al., 2009, str. 220

- 489 Bývalý šéf atlantského Fedu Author William F. Ford v roku 2011 odhadoval ročný ušlý výnos pre amerických sportelov z dôvodu QE vo výške 256 miliárd dolárov. (Ford, Vlasenko, 2011)
- 490 Dobbs et al., 2013, str. 2
- 491 Dobbs et al., 2013, str. 19-20
- 492 Rahn, 2013. Viac o tom, ako americký prezident Nixon zásadným spôsobom ovplyvňoval činnosť Fedu, je možné si prečítať v denníkoch Arthura Burnsa Inside the Nixon Administration: The Secret Diary of Arthur Burns, 1969-1974: [www.books.google.sk/books?id=gDzCSAAACA&redir\\_esc=y](http://www.books.google.sk/books?id=gDzCSAAACA&redir_esc=y)
- 493 Newbery, 2012
- 494 Havrilesky, 1988
- 495 Koning, 2013d
- 496 White, 2005, Auerbach, 1985
- 497 Auerbach, 1985 via DiLorenzo, 2008
- 498 Grimm, 2009
- 499 Hippel, Trivers, 2011
- 500 Friedman, 1993
- 501 White, 2005
- 502 Zoznam ekonómov aktuálne zamestnaných vo Fede nájdete tu: [www.federalreserve.gov/econresdata/theeconomists.htm](http://www.federalreserve.gov/econresdata/theeconomists.htm)
- 503 Grimm, 2009
- 504 Schlichter, 2011, str. 112
- 505 Tento fiktívny výmenný obchod medzi infláciou a zamestnanosťou popisuje tzv. Phillipsova krivka, ktorá na základe takmer storočia britských dát postulujú negatívnu koreláciu medzi týmito veličinami. Ak sa však pozrieme na americké dáta týkajúce sa cenovej inflácie a miery nezamestnanosti, vidíme, že sa správajú podľa údajného vzťahu popísaného Phillipsovou krivkou iba počas jej najväčšej popularity – od roku 1961 – 1969. V 70. rokoch rástla prudko aj cenová inflácia aj nezamestnanosť, čo protirečilo keynesiánskym teóriám, a aj v nasledujúcich dekádach až dodnes by ste nepriamu úroveň medzi nezamestnanosťou a cenovou infláciou hľadali márne. Opäť raz historická extrapolácia platila dovtedy, až kým neplatila.
- 506 Vtedajšie odhady hovorili o obrovskej produkčnej medzere vyše 15% HDP. ECB, 2010, str. 107
- 507 Reichley, 1981, str. 222
- 508 Hetzel, 2012, str. 131
- 509 Ten sa prejavuje ako počet transakcií s jednou peňažnou jednotkou. Niektorí ekonómovia hovoria o rýchlosti obratu peňazí. To je mierne zavádzajúce, pretože rýchlosť nabáda k tomu, aby sme si mysleli, že peniaze naozaj v ekonomike obiehajú a presúvajú sa od vlastníka A k vlastníkovi B, čo nie je pravda. Neexistuje moment, v ktorom by nikto nevlastnil nejaké euro alebo dolár. Majiteľ sa mení okamžite, čiže v žiadnom momente nie sú „peniaze na ceste“. Ak už silou-mocou chceme používať pojmový aparát fyziky, potom je vhodnejšia frekvencia.
- 510 ECB, 2010
- 511 ECB, 2010, str. 110
- 512 ECB, 2010, str. 102 – 103
- 513 Burns, Čirovič, Polak, 1979, str. 15 – 16
- 514 ECB, 2010, str. 110
- 515 Vzhľadom na fakt, že niektorými podielmi amerických fondov peňažného trhu možno okamžite platiť, keďže sa na ne dajú vypisovať šeky, je nutné zahrnúť do americkej peňažnej zásoby aj tie. Aj tieto zdroje v tieňovom bankovom systéme tvoria subjektívne peňažné zostatky obyvateľstva, keďže sú rovnako likvidné ako peniaze v peňaženke alebo na bežnom účte v klasickej banke.
- 516 V USA sa tieto operácie uskutočňujú cez platobný systém Fedwire (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013b)
- 517 Viac pozri tu: Anderson, Rasche, 2001
- 518 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013c
- 519 Celkové rezervy komerčných bánk v prvom týždni septembra 2008 ako podiel na peňažnom agregáte MZM očistenom o hotovosť v obehu.
- 520 Merané peňažným agregátom M2 a indexom spotrebiteľských cien.
- 521 US Census Bureau: [www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s1188.xls](http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s1188.xls)
- 522 K zníženiu objemu „bezpečných“ aktív v ekonomike a skráteniu kolaterálových reťazí – čiže počtu, koľkokrát je ten istý kolaterál rehypotekovaný po kríze pozri Singh, 2011
- 523 Singh, Stella, 2012b
- 524 Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013d
- 525 Merané peňažným agregátom MZM.
- 526 Sifma, n.d
- 527 Bank for International Settlements, 2013
- 528 Greenspans Bubbles Fleckenstein str. 149
- 529 Alchain, Klein, 1973
- 530 Namiesto  $MV=PT$  to bolo  $M=kPY$ .
- 531 [www.stockcharts.com/freecharts/historical/djia19201940.html](http://www.stockcharts.com/freecharts/historical/djia19201940.html)
- 532 Merané americkým akciovým indexom S&P 500.
- 533 Gage, 2012. Dôležitou sympatizantkou tohto prístupu je podľa všetkého aj nová šéfka amerického Fedu Janet Yellen. Za hlavných propagátorov môžeme považovať ekonómov, ako sú Scott Sumner alebo Michael Woodford či Christina Romer.

- (Matthews, 2013)
- 534 Ako navrhoval napríklad Michael Woodford. Jeho celý argument možno nájsť v príslušnom článku Woodforda prezentovanom v roku 2012 na konferencii centrálnych bankárov v Jackson Hole Woodford, 2012, str. 85
- 535 Scott Sumner, asi najznámejší popularizátor tohto prístupu, by preferoval, keby centrálné banky za novovytvorené peniaze nakupovali na voľne obchodovateľnom trhu finančné deriváty nadviazané priamo na NHDP. Súhrn jeho argumentov za cieľenie NGDP a techniku tohto prístupu nájdete na jeho stránke [www.themoneyillusion.com](http://www.themoneyillusion.com)
- 536 Evans, Thorpe, 2013
- 537 Ide o „chicagskú“ verziu rovnice. Cambridgeská verzia  $M=kPY$  sa pozerá skôr na príjem.
- 538 Hotovosť alebo disponibilný zostatok na účte predstavuje účinnú obranu proti nepredpokladaným výdavkom alebo možnosti nákupu lacných aktív v prípade výpredajov v čase neistoty. Je to ekvivalent držania Call opcie, pričom náklady opcie predstavujú alternatívne náklady peňažného zostatku.
- 539 Hayek, 1975
- 540 Hayek, 1935
- 541 Mises, 1953
- 542 Ani v tomto prípade by nešlo o dokonale neutrálny krok. Každá injekcia nových peňazí má nielen nominálne, no i reálne efekty.
- 543 Selgin, 2012b
- 544 V eurozóne je to komplikovanejšie, kým celkové nominálne HDP eurozóny je už nad predkrízovým maximom, v problematických krajinách ako Grécko a Španielsko ešte dlhšie nebude.
- 545 Podľa vedúceho pracovnej skupiny vtedajšieho premiéra Luxemburgu Pierre Wernera (1970), 'Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of economic and monetary union in the Community', Supplement to the Bulletin 11 - 1970 of the European Communities, Office for Official Publications of the European Communities.
- 546 European Commission, 2006, str. 18
- 547 Bandulet, 2010, str. 51
- 548 Bandulet, 2010, str. 51 – 52
- 549 Bandulet, 2010, str. 52
- 550 Delors, 1989
- 551 Bandulet, 2010, str. 54
- 552 Hankel et al., 2001, str. 228
- 553 Z článku 'Nizza: Es wird keine politische Union geben', Hankel et al., 2001, str. 251
- 554 Bandulet, 2010, str. 56
- 555 Bandulet, 2010, str. 57
- 556 Hankel et al., 2001, str. 252
- 557 Hampl, 2012
- 558 Hankel et al., 2001, str. 252
- 559 Bandulet, 2010, str. 58-61
- 560 Hankel et al., 2001, str. 250
- 561 Baader, 1993, str. 163
- 562 Tamtietz, str. 230
- 563 Baader, 1993, str. 216 – 217
- 564 Z článku: „Mit dem Euro ist kein Staat zu machen. Europas „Größenwahn“, Wilhelm Hankel in: Hankel et al., 2001, str. 230
- 565 European Commission, 2008b, str. 21
- 566 Interaktívny chronologický prehľad udalostí vo finančnej kríze a následnej eurokríze so začiatkom v roku 2005 z dielne ECB nájdete tu: [www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.en.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.en.html)
- 567 Reserve Bank of Zimbabwe, 2007, str. 3
- 568 Eurostat, 2004
- 569 Harford, 2011
- 570 Giavazzi, Spaventa (2011) in Beblavý, Cobham, Ódor, 2011
- 571 Sims, 1999, str. 12
- 572 Geniki Bank, 2009, Banka Emporiki
- 573 Delamaide, 2015
- 574 Zero hedge, 2011b
- 575 ECB, 2010a
- 576 ECB, 2010b
- 577 Súhrnná analýza nákupného správania ECB v rámci tohto programu zistila, že práve výnosy dlhopisov vysvetľujú až 85% variability nákupov, ktoré sú vysoko korelované k pohybu úrokových sadzieb na rozdiel od indikátorov nedostatku likvidity na týchto trhoch. Trebesch, Zettelmeyer, 2013
- 578 ECB, 2013e
- 579 Zmluva o Európskej únii a Zmluva o fungovaní Európskej únie a Charta základných práv Európskej únie.
- 580 Bagus, 2011
- 581 CNBC, 2012
- 582 European Financial Stabilisation Mechanism and a European Financial Stability Facility, viac tu: Council of the European Union, 2010
- 583 Buchheit, Gulati, 2013
- 584 Článok 125, Zmluva o Európskej únii a Zmluva o fungovaní Európskej únie a Charta základných práv Európskej únie.
- 585 Friedman, Mundell, 2000 – „Príspeje euro k politickej súdržnosti? Myslím si, že iba v tom prípade, ak bude ekonomicky úspešné; v opačnom prípade je pravdepodobné, že bude skôr zdrojom politických bojov ako súdržnosti. A ... v súčasnosti Írsko vyžaduje



- toch, ale nájdeme ju v Ostatných aktívach (A11), keďže NBS účtuje podľa usmernenia ECB: [www.ecb.int/ecb/legal/pdf/L01920120124sk00370050.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/L01920120124sk00370050.pdf). Za tento postreh ďakujem Michalovi Mušákovi.
- 738 TASR, 2003, TASR, 2007
- 739 NBS, 2013
- 740 Navýšenie kapitálu ECB v troch za sebou nasledujúcich splátkach do roku 2012. (ECB, 2010c)
- 741 ECB, 2014c
- 742 Gros, 2012
- 743 napr. Sims, 1999
- 744 Mehrling, 2000
- 745 Rachman, 2008
- 746 Beck, Prinz, 2012
- 747 Boli to Indiana, Floridské teritórium, Mississippi, Arkansas, Michigan, Illinois, Maryland, Pennsylvania a Louisiana. (Gorton, 2012, str. 17)
- 748 Výnimkou potvrdzujúcou pravidlo je pomoc Kongresu federálnemu District of Columbia, kde leží hlavné mesto, v roku 1990. Udalalo sa tak na základe špeciálneho článku ústavy, ktorý dáva Kongresu právo spravovať DC, a ktoré pre federálnu vládu neexistuje vo vzťahu k suverénnym americkým štátom. Viď. [www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/669-fiscal-federalism-us-history-for-architects-of-europes-fiscal-union](http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/669-fiscal-federalism-us-history-for-architects-of-europes-fiscal-union)
- 749 Roberts, 2006
- 750 Spiegel Online, 2012b
- 751 Euronews, 2012
- 752 EUobserver, 2012b
- 753 Feldstein, 1997
- 754 Baader, 1993, str. 218
- 755 Buchanan, Tullock, 1958
- 756 Pre Slovensko roku 2012 to bolo podľa údajov Štatistického úradu 39,7% – pri počte obyvateľov 5 404-tisíc bolo 2 706-tisíc ekonomicky aktívnych a z toho 377-tisíc nezamestnaných. 185-tis. pracovalo pre štát (tu nie sú zahrnutí učitelia alebo lekári).
- 757 Viac pozri Cowen, 2010
- 758 Homer, Sylia, 2005, str. 92
- 759 Tzv. vulture fondy sú hedžové alebo private equity fondy, ktoré investujú do problematických dlhopisov alebo dlhopisov s bezprostrednou hrozbou defaultu veriteľa. Zarábajú na rozdiel medzi sumou vypožičanou nakoniec súdnou cestou a cenou, ktorú zaplatili za nakúpené cenné papiere.
- 760 Weisenthal, 2012a
- 761 Economist, 2013c
- 762 Sims, 2013, str. 13 – 15
- 763 Hülsmann, 2007 str. 250 – 251
- 764 Rogoff, 2002
- 765 IMF, 2008, str. 5
- 766 Údaje k MMF 30. 09. 2013 z [www.imf.org/external/np/fin/tad/xtarr11.aspx?memberKey1=ZZZ&datekey=2020\\_02-28](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/xtarr11.aspx?memberKey1=ZZZ&datekey=2020_02-28)
- 767 Erste Group, 2013, str. 25
- 768 ECB, 2012b, str. 59
- 769 [www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2013/02.pdf](http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2013/02.pdf) str. 1
- 770 Yamaguchi, 2012
- 771 Collum, 2013
- 772 Krugman, 2012b
- 773 Buchanan, 1999 via Boudreaux, 2012
- 774 Je možné, že časť daňových poplatníkov už v čase olympiády pochopí, že väčší dlh ich štátu znamená budúce vyššie dane a okamžite zmení svoje spotrebné správanie – zníži spotrebu a zvýši svoje úspory, ktoré prevedú na deti, aby kompenzovali ich budúce zdanenie (Ricardian Equivalence). Toto však nie je prevažujúca charakteristika voliča v modernej demokracii. Navyše ani to nie nezmení na fakte, že skutočne dôjde k plytvaniu zdrojmi, ktoré nakoniec zaplatia aj budúce generácie nižším blahobytom.
- 775 Mises, 1949, str. 228
- 776 Das, Papaioannou, Trebesch, 2012, str. 5. Zoznam všetkých reštrukturalizácií za sledované obdobie nájdete na stranách 99 až 110.
- 777 Goodhart, 2012
- 778 Reinhart, Rogoff, 2013b, str. 16
- 779 Bulter, 2011
- 780 Ben Bernanke tento koncept používal vo svojich prejavoch, napríklad pri komentovaní situácie v Japonsku v roku 2003 (Bernanke, 2003)
- 781 Príklad diskusie ekonomického ekvivalentu zhodenia nových peňazí z vrtuľníkov rešpektovanými monetárnymi ekonómami v rokoch po kríze možno nájsť napríklad tu: [www.voxeu.org/article/helicopter-money-policy-option](http://www.voxeu.org/article/helicopter-money-policy-option)
- 782 BenBernankeBlog, 2011
- 783 Nemusi ísť priamo o vklady, rovnaký efekt sa dá dosiahnuť reverznými repo obchodmi.
- 784 Takzvaný Olivera-Tanzi efekt.
- 785 Viac pozri Leeper, Walker, 2011
- 786 Fergusson, 1975, str. 150
- 787 Deloitte, n.d.
- 788 Koning, 2012b
- 789 Článok popisujúci carry trade komerčných bánk na štátnej dlhopisovej krivke možno nájsť tu – Gambacorta, 2011
- 790 European Commission, 2008b, str. 21
- 791 Bagus, 2012

- veľmi odlišnú monetárnu politiku ako, povedzme, Španielsko alebo Portugalsko. Pohyblivé kurzy by obojm krajinám umožnili mať primeranú monetárnu politiku. S jednotnou menou to však nie je možné. Alternatívnymi mechanizmami prispôsobenia sú zmeny v domácich cenách a platoch, pohyb osôb a kapitálu. Tie sú výrazne obmedzené odlišnou kultúrou a rozsiahlymi štátnymi reguláciami, ktoré sa líšia z krajiny na krajinu. Ak ten zvyšok flexibility bude postačovať, alebo ak existencia eura vyvolá významnejší nárast flexibility, euro bude prosperovať. Ak nie, čoho sa obávam, že sa stane, po čase, keď členov eurozóny zasiahne rad asynchronných šokov – sa objavia ekonomické problémy. Rôzne vlády budú čeliť rôznym politickým tlakom a tie spôsobia taký politický konflikt, z ktorého už Európska centrálna banka nebude vedieť uniknúť.”
- 586 Cottle, 2010
- 587 Eichengreen, Bayoumi, 1997, str. 73 – 109, Salvatore, 1997 via Selgin, 2012a
- 588 Tagespiegel, 1998
- 589 Dornbusch, 2001 via Jonung, Drea, 2010
- 590 „Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe,” Frankfurter Allgemeine Zeitung, June 11, 1992. Vďaka za odkaz na tento manifest patrí Johannesovi Mayerhoferovi
- 591 Prvý nemecký euroskeptický manifest spolu s druhým z roku 1998 možno nájsť tu: [www.tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2007/2725/pdf/tldb\\_308.pdf](http://www.tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2007/2725/pdf/tldb_308.pdf)
- 592 Slegin, 2012a
- 593 Schwartz, 2004 str. 183 – 184 via Slegin, 2012a
- 594 Major, 2013, str. 10
- 595 Spiegel Online, 2012a
- 596 Von Boll, et al., 2012
- 597 Aufruf von 155 Wirtschaftswissenschaftlern: Der Euro kommt zu früh, Frankfurter Allgemeine Zeitung, February 9, 1998. Vďaka za odkaz na tento manifest patrí Johannesovi Mayerhoferovi
- 598 Starbatty, 2011, str. 239
- 599 Zmluva o Európskej únii a Zmluva o fungovaní Európskej únie a Charta základných práv Európskej únie.
- 600 Armitstead, 2011
- 601 Reinhart, Rogoff, 2013b, str. 12
- 602 Rogoff, 2010
- 603 European Monetary Institute, 1995
- 604 Harford, 2011
- 605 WashingtonsBlog, 2011a
- 606 To bolo 12% celkových ročných príjmov investičnej banky Golman Sachs v roku 2001 z oddelenia obchodovania a investícií, ktorú vtedy riadil Lloyd C. Blankfein, neskorší šéf celej banky. (Dunbar, Martinuzzi, 2012)
- 607 Martinuzzi, Thesing, 2011
- 608 Bodoni, Martinuzzi, Thesing, 2012
- 609 Tu nájdete dokument BBC o úlohe Goldman Sachs v zakrývaní reálneho gréckeho zadĺženia a o tom, čo vedel a nevedel európsky regulátor LeakSourceArchive, 2012
- 610 Schwartz, 2004, str. 136-139. [www.youtube.com/watch?v=N8LmE5cfQKA](http://www.youtube.com/watch?v=N8LmE5cfQKA) tu si môžete pozrieť zaujímavý verbálny súboj profesora Schwartz s profesorom Paulom Krugmanom, ikonou ekonomickej ľavice National Review, 2012
- 611 Tu si môžete pozrieť ako dopadli grécke olympijské športoviská: [www.retronaut.com/2012/10/athens-olympic-legacy/?utm\\_source=rss&utm\\_medium=rss&utm\\_campaign=athens-olympic-legacy](http://www.retronaut.com/2012/10/athens-olympic-legacy/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=athens-olympic-legacy) Pôvodný rozpočet 6 mld. dolárov nestačil a cena za olympiádu sa nakoniec vyšvihla na 15 mld. dolárov.
- 612 Tu nájdete názor, že celú eurokrízu začal vlastne tlak Nemecka na ECB, aby expanzívnu monetárnou politikou zachránila túto krajinu pred recesiou, ktorá prišla po prasknutí dot com bubliny (Weisenthal, 2012b)
- 613 Meraný agregátom M1, ktorý je v eurozóne najbližšie užitočnej definícii peňazí.
- 614 Meraná agregátom MZM.
- 615 ECB, 1998
- 616 ECB, 2003, str. 89 – 92
- 617 European Commission, 2013
- 618 European Commission, 2008b, str. 68
- 619 Starbatty, 2006, str. 15 – 16
- 620 Via Starbatty, 2006, str. 15
- 621 ECB, 2013c, str. 19 – 20
- 622 European Commission, 2006, str. 69
- 623 V dlhodobých úrokoch, dôležitých najmä pre investície, prebehol podobný vývoj. (European Commission, 2006, str. 143-144)
- 624 S výnimkou Grécka, ktorého verejné financie prechádzali v tom čase búrlivým vývojom. Grécke reálne úroky začali prudko klesať až po roku 1999.
- 625 V Grécku to je 5 rokov, vzhľadom na neskorší vstup do menovej únie.
- 626 European Commission, 2006, str. 154
- 627 Pozri Bagus, 2011
- 629 Zmena zadĺženia súkromného sektora (European Commission, 2012c)
- 630 Smyth, 2012
- 631 Dol, Haffner, 2010, str. 74
- 632 Blyth, Kinsella, 2012
- 633 Dol, Haffner, 2010, str. 62
- 634 Marsh, 2012
- 635 European Commission, 2006, str. 254 a graf 3. 4

- na strane 255
- 636 Bagus, 2011
- 637 Pozri Chari, Christiano, Kehoe, 2008 via Selgin, 2012a
- 638 O. Issing (1995, str. 5) píše: „Die Währungsunion vermindert aber auf der anderen Seite die Hemmschwelle für die staatliche Kreditaufnahme, indem unter dem Regime der gemeinsamen Währung das Wechselkursrisiko entfällt und die zinssteigernde Wirkung erhöhter nationaler Haushaltsdefizite im gemeinsamen Kapitalmarkt abgeschwächt wird. Die Partner haben die negativen Auswirkungen fiskalischen Fehlverhaltens eines Mitgliedstaates über höhere Zinsen mit zu tragen, der Kapitalmarkt einer gemeinsamen Währung schafft somit ohne entsprechende Vorkehrungen einen Anreiz zu höheren Defiziten, erzeugt also ein moral-hazard-Problem“. Issing, 1995
- 639 Sims, 1999, str. 11
- 640 Sims, 1999, str. 11
- 641 Tlačová konferencia franúzskeho prezidenta Jacquesa Chiraca, Dublin, 14. December 1996; in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 80/31. Dezember 1996; S. (Issing, 2005, str. 19)
- 642 Schwartz, 2004, str. 135
- 643 Prehľad trikov využívaných na zakrytie reálneho stavu verejných financií a postupov v kreatívnom účtovníctve v Európskych krajinách po zavedení eura do roku 2004 in Koen, van den Noord, 2005
- 644 Koen, van den Noord, 2005, str. 15
- 645 Beblavý, Cobham, Ódor, 2011
- 646 Premiér Róbert Fico s odborármi, zamestnávateľmi a so Združením miest a Slovenska začiatkom roka 2008 podpísal Deklaráciu spoločenskej zhody prijať a používať euro na Slovensku [www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-53591?prefixFile=m\\_ ktorej hlavným cieľom bolo obmedziť výšku inflácie cez rast miezd. Viac v prejave premiéra: www.archiv.vlada.gov.sk/old.uv/8683/prepis-prejavu-predsedu-vlady-sr-rfica-na-pode-koz-sr-na-konferencii-o-zavedeni-eura-na-slovensku.html](http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-53591?prefixFile=m_ ktorej hlavným cieľom bolo obmedziť výšku inflácie cez rast miezd. Viac v prejave premiéra: www.archiv.vlada.gov.sk/old.uv/8683/prepis-prejavu-predsedu-vlady-sr-rfica-na-pode-koz-sr-na-konferencii-o-zavedeni-eura-na-slovensku.html)
- 647 ECB, 2008, str. 185
- 648 European Commission, 2008a, str. 176
- 649 Fiškálne ciele deficitu verejných financií v programoch Paktu stability a rastu verzus realita; European Commission, 2008b, str. 134
- 650 European Commission, 2008b, str. 135
- 651 Issing, 2005, str. 20
- 652 European Commission, 2012b
- 653 Preklad rómskej euro-propagandistickej pesničky vytvorenej na objednávku štátu O EURO AVEL Eurooo – Šaj pofinkeren Roma tunen, šaj- džijavkeren tunen manca. –Eurooo – Džan Roma peske vašo love,- o Roma chuden neve love.- Eurooo – Europa dal amen lovore – Euro avel.- O euro avel kate, phenen Roma sakoneske – khere.. Januariste sako dikhel. Zor chudel le- manušen. O love keamende aven. Živú video verziu možno nájsť tu: [www.cas.sk/clanok/84945/video-vierka-berkyova-naspievala-eurosong-pre-romov.html](http://www.cas.sk/clanok/84945/video-vierka-berkyova-naspievala-eurosong-pre-romov.html)
- 654 Lehuta, 2012
- 655 NBS, 2006
- 656 Tamtiež, str. 73
- 657 Tamtiež
- 658 Tamtiež, str. 89
- 659 Priemerný, o cenovú infláciu upravený medziročný rast objemu exportu v rokoch 2005 – 2008 vs. 2010 – 2013.
- 660 Tento trend ilustruje napríklad vývoj v Estónsku, Litve alebo v Bulharsku po nadviazaní ich domácich mien na euro v rámci tzv. currency boardu. Tie de facto znamenajú vzdanie sa funkcie veriteľa poslednej inštancie. Podiel zahraničného kapitálu v komerčných bankách v Estónsku po nadviazaní domácej meny na euro vzrástol na 84%, 81% v Litve a 74% v Bulharsku v roku 2000. (Gertchev, 2002, str. 71)
- 661 IMF, 2012 via Konung, 2013d
- 662 Economist, 2012c
- 663 Georgiopoulos, Papadimas, 2012
- 664 Whelan, 2013a, str. 7
- 665 Whelan, 2013a, str. 7
- 666 European Commission, 2006, str. 32
- 667 Španielsko v roku 2005 vo verejných výdavkoch míňalo o 60, Grécko o 63 a Portugalsko o 56% viac ako v roku 1998. (European Commission, 2006, str. 184)
- 668 Tamtiež, str. 185
- 669 Whelan, 2013a, str. 18
- 670 CSO, 2012
- 671 Viac k vývoju v Írsku pozri Beblavý, Cobham, Ódor, 2011
- 672 Tamtiež
- 673 Whelan, 2013c
- 674 Whelan, 2013b
- 675 McDonald, 2013
- 676 Beblavý, Cobham, Ódor, 2011, str. 72
- 677 EUobserver, 2012a
- 678 Whelan, 2012a
- 679 Whelan, 2012b, ECB list nakoniec zverejnila v novembri 2014: [www.ecb.europa.eu/press/shared/pdf/2010-10-15\\_Letter\\_ECB\\_President\\_to\\_IE\\_FinMin.pdf?05f2367e74897b4aaz641f31d639d1c3](http://www.ecb.europa.eu/press/shared/pdf/2010-10-15_Letter_ECB_President_to_IE_FinMin.pdf?05f2367e74897b4aaz641f31d639d1c3)
- 680 Flynn, n.d.



- 681 Spiegel Online, 2007, za referenciu ďakujem Johannesovi Mayerhoferovi.
- 682 Beblavý, Cobham, Ódor, 2011, str. 83
- 683 Penty, 2013
- 684 Beblavý, Cobham, Ódor, 2011, str. 84
- 685 Smyth, 2012
- 686 Neate, 2014
- 687 Reuters, 2012d
- 688 Nazareth, 2013
- 689 Každý druhý rok sú v rámci prieskumu Eurobarometer vykonávané osobné pohovory doma u náhodne vybraných približne 1000 respondentov. Reprezentatívna vzorka v každej krajine odpovedá na otázky týkajúce sa rôznych návrhov. V tomto prípade išlo o otázky: „Čo si myslíte o návrhu Európskej menovej únie s jednotnou menou eurom?“. Možné odpovede boli: „som za“, „proti“, „neviem“.
- 690 „Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, June 11 1992. Vďaka za odkaz na tento manifest patrí Johannesovi Mayerhoferovi
- 691 Aufruf von 155 Wirtschaftswissenschaftlern: „Der Euro kommt zu früh“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, February 9, 1998.
- 692 Schiewel, 2010
- 693 Der Spiegel, 2012
- 694 CBS, 2007
- 695 Rýchly rast prehytku účtu obchodnej bilancie s členmi eurozóny po roku 2003 až do roku 2007 si možno pozrieť na dátach nemeckej Bundesbanky: [www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time\\_series\\_databases/Macro\\_economic\\_time\\_series/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.EC1804](http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Macro_economic_time_series/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.EC1804)
- 696 Viac pozri tu [www.izajolp.com/content/pdf/2193-9004-1-3.pdf](http://www.izajolp.com/content/pdf/2193-9004-1-3.pdf) alebo tu [www.voxeu.org/article/german-labour-reforms-unpopular-success](http://www.voxeu.org/article/german-labour-reforms-unpopular-success)
- 697 European Commission, 2006, str. 44
- 698 Z článku Mit dem Euro ist kein Staat zu machen. Europas „Großenwahn“, by Wilhelm Hankel in: „Die Euro-Illusion – Ist Europa noch zu retten?“ in Hankel, Nöbling, Albrecht, Starbatty, 2001, str. 228
- 699 UBS, Paul Donovan: Who wins with the Euro? (Serdarevic, 2012)
- 700 Podiel Nemecka na celosvetovom exporte po zavedení eura, keď exportné trhy dobývala Ázia, dokonca klesol, a to výraznejšie než podiel Španielska -12,2% vs. -8,9%. (Cardoso, Cortea-López, Doménech, 2012)
- 701 TASR, 2010
- 702 28. 5. 2010 – [www.stv.sk/online/archiv/vecer-na-izemu-/date=2010-05-28&id=35934](http://www.stv.sk/online/archiv/vecer-na-izemu-/date=2010-05-28&id=35934)
- 703 Butler, 2012
- 704 Council of the European Union, 2011
- 705 The Local, 2011
- 706 Conway, 2004
- 707 IMF, 2013b
- 708 Selgin, 2012a. Pozri aj Charl, Christiano, Kehoe, 2008
- 709 European Commission, 2008b, str. 105
- 710 Detrixhe, Keene, 2012
- 711 Reuters, 2013
- 712 Koeppen, 2012
- 713 European Financial Stability Mechanism, 2013
- 714 Presný úrok bol počítaný ako priemer sadzieb na hlavných refinančných operáciách ECB za čas trvania úveru
- 715 Využívanie programu ELA sa radikálne znížilo vďaka LTRO a OMT
- 716 V stredoeurópskom regióne napríklad banka J&T nakúpila zo zdrojov z trojročného LTRO slovenské dlhopisy, na ktorých zarobila desiatky miliónov eur (Valček, 2013)
- 717 Aktuálne platné požiadavky na kolaterál v Eurosystéme možno nájsť tu [www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html)
- 718 Grécke dlhopisy neboli použiteľné ako kolaterál v eurosystéme na krátke obdobie medzi februárom a marcom 2012, keď prebiehala ich reštrukturalizácia.
- 719 Butler, Rahbari, 2012, str. 28
- 720 ECB, 2012c, str. 13 – 16
- 721 Kolaterál držaný Eurosystémom (Allenand, Moessner, 2012)
- 722 Aktuálne objemy jednotlivých druhov kolaterálu držaných oproti úverom Eurosystémom možno nájsť tu: [www.ecb.europa.eu/paym/pdf/collateral/collateral\\_data.pdf?09ba55f435754430795e9d6ec2f56ab7](http://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/collateral/collateral_data.pdf?09ba55f435754430795e9d6ec2f56ab7)
- 723 Butler, Rahbari, 2012, str. 29
- 724 ECB, 2012d
- 725 Butler, Rahbari, 2012, str. 17
- 726 Tepper, n.d., str. 14
- 727 Grauwe, Ji, 2012a
- 728 Sinn, 2011
- 729 Sinn, 2012
- 730 Grauwe, Ji, 2012b
- 731 Black, Randow, 2012
- 732 ECB, 2012e
- 733 Blanchard, 2013
- 734 Draghi, 2013
- 735 Acharya, Steffen, 2013
- 736 ECB, 2004
- 737 V súvahe NBS netreba hľadať nerozdelenú stratu na strane pasív, ako je zvykom u bežných subjek-

- 793 Viac pozri de Soto, 2012, rovnako to vidí aj Goodhart (pozri Mehrling, 2000)
- 794 Buiter, 2009
- 795 de Soto, 2012
- 796 Tages-Anzeiger, 2010, postreh Johannesesa Mayerhoferu.
- 797 Kapitola „Druhý grécky default“ bola napísaná ešte koncom roku 2012.
- 798 European Commission, 2012d, str. 2
- 799 Georgiopoulos, Papadimas, 2012
- 800 Bockvar, 2012
- 801 Tepper, n.d., str. 1
- 802 Viac k pozadiu vystúpenia člena z eurozóny vzhľadom na existujúce európske právne prostredie pozri [www.gtlaw.ch/publications/Economic\\_and\\_Monetary\\_Union.pdf](http://www.gtlaw.ch/publications/Economic_and_Monetary_Union.pdf)
- 803 Smith, 2013
- 804 Viac o postavení amerického dolára ako svetovej rezervnej meny z praktického a teoretického hľadiska pozri napr. European Commission, 2008b, str. 221 – 225
- 805 Greeley, 2013
- 806 Gourinchas, Rey, 2007, str. 19
- 807 Allen, 2011
- 808 Boettke, 2011
- 809 Wagner, 2012
- 810 pozri Buchanan, Wagner, 1977 via Boettke, 2011
- 811 Kotlikoff, Burns, 2012
- 812 Mediánový výnos na desaťročných amerických dlhopisoch za obdobie 1962-2014 je 6,14%.
- 813 Sims, 2013, str. 4
- 814 V angličtine bond vigilantes.
- 815 CBO's Projections of Debt Held by the Public and Net Indebtedness at the End of the Year: [www.zerohedge.com/sites/default/files/images/users/imageroot/draghi/CBO%20Debt%20estimate.jpg](http://www.zerohedge.com/sites/default/files/images/users/imageroot/draghi/CBO%20Debt%20estimate.jpg)
- 816 Reinhart, Rogoff, 2013b
- 817 Rickey Pickles, 2009
- 818 Boettke, 2011
- 819 Monetary general equilibrium with transaction costs Ross M. Starr\* Starr, 2002 alebo pozri aj odvolávku na Samuelsonov štandardný model v konvenčnej ekonomickej definícii bubliny Tirole, 1989. Tu je originálny Samuelsonov článok Samuelson, 1958. Dow, Gorton, 1993 ktorí zlé peniaze ako bublinu považujú dokonca za súčasť štandardného modelu
- 820 Dnešnú definíciu bubliny v cene aktív možno nájsť tu: Tirole, 1989
- 821 Pisani-Ferry, 2012
- 822 U.S. Department of The Treasury, 2013a
- 823 Opalesque TV, 2012
- 824 [www.translate.google.com/translate?sl=zh-CN&tl=en&js=n&prev=\\_t&hl=en&ie=UTF-8&layout=1&eotf=1&u=http%3A%2F%2Fwww.bjnews.com.cn%2Fnews%2F2012%2Fo6%2Fo5%2F202955.html](http://www.translate.google.com/translate?sl=zh-CN&tl=en&js=n&prev=_t&hl=en&ie=UTF-8&layout=1&eotf=1&u=http%3A%2F%2Fwww.bjnews.com.cn%2Fnews%2F2012%2Fo6%2Fo5%2F202955.html)
- 825 Napríklad mesto Erenhot. Polovica mesta vo vnútornom Mongolsku je prázdna alebo nedostavaná. Zbierku satelitných fotiek čínskych miest duchov nájdete na stránke [www.businessinsider.com/pictures-chinese-ghost-cities-2010-12?op=1](http://www.businessinsider.com/pictures-chinese-ghost-cities-2010-12?op=1)
- 826 Ma, 2011
- 827 Salidjanova, 2014
- 829 Balkin, 1997
- 830 Dunai, 2012
- 831 Pinkovskiy, Sala-i-Martin, 2009, str. 54
- 832 Ďalšie dáta a grafy popisujúce to, ako radikálne sa zlepšil život pre väčšinu svetovej populácie, možno nájsť tu: [www.ourworldindata.org/data/growth-and-distribution-of-prosperity/world-poverty](http://www.ourworldindata.org/data/growth-and-distribution-of-prosperity/world-poverty) alebo tu: [www.humanprogress.org](http://www.humanprogress.org)
- 833 Pinkovskiy, Sala-i-Martin, 2009
- 834 K tejto téme pozri zaujímavú stávkku ekonóma Juliana Simona a biológa Paula Ehrlicha: [www.npr.org/blogs/money/2014/01/08/260761433/episode-508-a-bet-on-the-future-of-humanity](http://www.npr.org/blogs/money/2014/01/08/260761433/episode-508-a-bet-on-the-future-of-humanity)
- 835 McKinsey Global Institute, 2014
- 836 Davies, 2011
- 837 Issing, 2012
- 838 Dellas, Tavlas, 2013
- 839 Hübemägi, 2012
- 840 Krugman, 2008b
- 841 Blackstone, Karnitschnig, Thomson, 2012
- 842 Nedávny výskum MMF, ktorý sa s cituje ako protiargument šetreniu vo verejných výdavkoch, ukazuje, že krátkodobom horizonte v rámci fiškálnej konsolidácie spotrebu a HDP zníži zvyšovanie daní výrazne viac, ako škrtý vo verejných výdavkoch. Podľa tohto výskumu je teda daňový multiplikátor výrazne vyšší ako výdavkový (Guajardo, Leigh, Pescatori, 2011, str. 25)
- 843 Samuelson, 1943, str. 51 via Henderson, 2010c
- 844 V J Day – Victory over Japan Day je deň, keď Japonsko oznámilo svoju bezpodmienečnú kapituláciu a je oficiálnym koncom druhej svetovej vojny pre USA.
- 845 The Economic Report of the President (Truman, 1947)
- 846 Henderson, 2010a
- 847 Viac o povojnovom ekonomickom „zázraku“ v USA: [www.mercatus.org/sites/default/files/publication/U.S.%20Postwar%20Miracle.Henderson.11.4.10.pdf](http://www.mercatus.org/sites/default/files/publication/U.S.%20Postwar%20Miracle.Henderson.11.4.10.pdf)

- 848 Woytinski, 1947
- 849 Block, 199, str. 21 via de Soto, 2012
- 850 Ridely, 2013
- 851 Marsh, Hansen, 2012
- 852 Prehľad rôznych európskych systémov dávok v nezamestnanosti a ich vývoja medzi rokmi 2007 a 2010: [www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2012/pdf/ecb454\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecb454_en.pdf). Tu je starší prehľad Medzinárodného menového fondu o reguláciách trhu práce a ich vývoji v 91 krajinách: [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11154.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11154.pdf)
- 853 The Logical, 2012
- 854 Alderman, 2012, Smith, 2014
- 855 Hayek, 1971
- 856 Napríklad emisie [www.spravy.pravda.sk/v-pozadi-emisii-sa-objavili-slovenski-podnikatelia-f89-sk\\_domace.asp?c=A100324\\_080332\\_sk\\_domace\\_p23](http://www.spravy.pravda.sk/v-pozadi-emisii-sa-objavili-slovenski-podnikatelia-f89-sk_domace.asp?c=A100324_080332_sk_domace_p23) alebo tunel Branisko [www.sme.sk/c/6493372/svajclari-odhalili-uplatky-v-tunelovani-braniska.html](http://www.sme.sk/c/6493372/svajclari-odhalili-uplatky-v-tunelovani-braniska.html)
- 857 Schwartz, 2004
- 858 Selgin, 2012
- 859 zvýraznenie podľa originálu, Vladimir Lenin Can the Bolsheviks Retain State Power? (Lenin, 1917)
- 860 de Soto, 1998, str. 76
- 861 Po určitej úrovni začína mať ďalší rozvoj finančného sektora negatívny dosah na tempo hospodárskeho rastu. (Cechetti, Kharroubi, 2012)
- 862 White, 2012
- 863 Synthetic Assets, 2012
- 864 Rüb, 2012
- 865 Weil, 2012b, Crédite Agricole, 2012, str. 7
- 866 Crédite Agricole, 2012, str. 62
- 867 WashingtonsBlog, 2010
- 868 Financial Stability Board, 2012
- 869 Salmon, 2012b
- 870 Coeuré, 2013, str. 3
- 871 Beblavý, Cobham, Ódor, 2011
- 872 Feeley, 2011
- 873 Belson, 2014
- 874 Munger, 2013
- 875 Bernanke, 2006a
- 876 Prepočet autor. Ročný plat kapitána americkej armády s menej ako dvoma rokmi skúseností bez odmienu a zamestnávateľských výhod bol na rok 2014 podľa tabuliek 46486,6 amerického dolára. Cena zlata bola v druhej polovici roku 2014 v okolí 1200 amerických dolárov za uncu.
- 877 Erb, Harvey, 2013 str. 16 -17
- 878 Medzinárodná trójska unca je 31,1034768 gramu.
- 879 Planet Money, 2011
- 880 Shea, 2012
- 881 [www.ptable.com](http://www.ptable.com)
- 882 Goldstein, Kestenbaum, 2010
- 883 Viac k fungovaniu zlatého štandardu pozri Eichengreen, Flandreau, 1997
- 884 To je odhad existujúcich vyťažených zásob na svete podľa GoldMoney Foundation (n.d.)
- 885 Hülsmann, 2007, str. 91
- 886 Smith, 2003. Tento argument s obľubou používa aj Warren Buffet alebo Paul Krugman. Krugman na základe podobného argumentu odsúdil aj bitcoin, ktorého nové jednotky vznikajú simuláciou „ťaženia“ na počítačoch. „Ťažba“ pri bitcoinoch však nie je iba samoučelná činnosť mrhajúca výpočtovým výkonom a procesor sa využíva aj na overovanie bitcoinových transakcií. (Krugman, 2013a)
- 887 Turk, 2012
- 888 Ebeling, 1999
- 889 Mark Dice tento pokus spravil koncom roku 2009 (The Resistance, 2009), keď sa mu unca s hodnotou 1100 dolárov nepodarilo zbaviť výmenou za 50 dolárov. S podobným úspechom ho zopakoval o tri roky neskôr, keď unca už stála 1500 dolárov a on pýtal 25 hneď vedľa obchodu so zlatými mincami. (Dice, 2012) Felix Salmon v snahe dokázať, že zlato nemôže byť nikdy peniazmi, keďže ho nikto neakceptuje na jeho škodu (alebo škodu jeho producenta) narazil v New Yorku na chytrého majiteľa stánku rýchleho občerstvenia, ktorý zlato za extrémne výhodného kurzu rád prijal. Koľko stojí jeden gram zlata presne vedel aj pomocný robotník vykladajúci blízky kamión (Reuters TV, 2012)
- 890 Viac o význame zlata v Indii a jeho aktuálnej funkcii v tamojšom finančnom systéme nájdete v tejto analýze, ktorá hovorí o potrebe „zmierňovania“ indického dopytu po zlato, ktorý zvyšuje deficit bežného účtu a ohrozuje stabilitu tamojších zlých peňazí. (Reserve Bank of India, 2013)
- 891 Menger (1982) hovorí o stupni predajnosti: *„Ak to pochopíme, mali by sme byť schopní porozumieť tomu, ako takmer neobmedzená predajnosť peňazí je len špeciálnym prípadom – predstavujúcim len rozdiel v stupni – všeobecného fenoménu ekonomického života – konkrétne rozdielnej predajnosti komodít vo všeobecnosti.“*
- 892 Murray, 2011
- 893 Na prieskumu sa nezúčastnili všetci členovia LBME (dotazníky vrátilo 36 z 56 plných členov), takže je pravdepodobné, že celkový objem bude ešte väčší
- 894 Koning, 2012



- 895 National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2013
- 896 Zlato dobre plní funkciu uchovávateľa hodnoty aj vďaka dobrému tzv. „stock to flow“ pomeru. Pri cene zlata 1 750 amerických dolárov za trójsku uncu je pri odhadovaných zásobách 170-tisíc ton hodnota všetkého existujúceho zlata 9,6 bilióna dolárov, kým ročná produkcia je iba 160 mil., čiže jedna šesťdesiatina. Znamená to, že ročná produkcia je z hľadiska určovania ceny na základe dopytu a ponuky investičného zlata marginálna.
- 897 Mehrling, 2000
- 898 Tu je príklad z americkej histórie v podobe správy z roku 1974 pre vtedajšieho ministra zahraničných vecí Henryho Kissingera navrhujúcej stratégiu pri vytlačaní zlata zo svetového finančného systému s názvom „Zlato vo finančnom systéme – potenciál pre americko-európsky konflikt“: [www.history.state.gov/historicaldocuments/frus1969-76v31/d61](http://www.history.state.gov/historicaldocuments/frus1969-76v31/d61)
- 899 Mises, 1949
- 900 Hayek, 1979
- 901 Mises, 1969
- 902 Mises, 1949
- 903 Zavedenie zlatého štandardu automaticky neznamená zvýšenie kredibility štátu (Ferguson, Schularick, 2008)
- 904 Základné informácie o bitcoin nájdete na stránke [www.weusecoins.com](http://www.weusecoins.com)
- 905 Šurda, 2012
- 906 Viac k syntetickým komoditným menám pozri [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2000118](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2000118)
- 907 Tu je aktualizovaný zoznam predajcov akceptujúcich bitcoin [www.en.bitcoin.it/wiki/Trade](http://www.en.bitcoin.it/wiki/Trade)
- 908 [www.bitcoinaverage.com/#USD](http://www.bitcoinaverage.com/#USD)
- 909 Možné využitia sú popísané tu „Ako technológie dokážu nahradiť systém centralizovaného štátu“: [www.docs.google.com/document/d/1W7u6zIzNZnWeL7-pxv9fKZYAVoM4Xv8TWuzl79d-UGM/edit](http://www.docs.google.com/document/d/1W7u6zIzNZnWeL7-pxv9fKZYAVoM4Xv8TWuzl79d-UGM/edit)
- 910 Evans, Thorpe, 2013, str. 20
- 911 Selgin, Lastrapes, White, 2010, str. 9 – 22
- 912 Bilbie, Straub, 2012
- 913 Acharya, Tuckman, 2013
- 914 Hulsmann, 2008, str. 49 – 50
- 915 Pri nezmenenej miere úspor a zároveň poklese čistého trhového úroku dochádza k skracovaniu produkčnej štruktúry a znižovaniu produktivity ekonomiky. (Tamtiež, str. 43)
- 916 CNN, 2008
- 917 Chang, 2013
- 918 Bernanke, 2008
- 919 Reuters, 2011
- 920 Z prednášky tohto fyzika stredoškolským učiteľom v roku 1966: [www.fotuva.org/feynman/what\\_is\\_science.html](http://www.fotuva.org/feynman/what_is_science.html)
- 921 Bergstrom, 1999, str. 38
- 922 Poterba, Venti, Wise, 2012, str. 11
- 923 Economist, 2013a
- 924 Krugman, 2011
- 925 Palata, Vlková, 2013
- 926 Buffett, 2012
- 927  $230/640 \approx 35,9\%$
- 928  $9\,000\,000 \cdot 0,084 = 756\,000$
- 929  $230\,000 / (1000\,000 - 756\,000) = 94,26\%$
- 930 Takéto mýšlenie z podstaty infláciou pomýleného podnikateľa ilustroval už Fritz Machlup na pracovnom kapitáli diera s medou v eseji z roku 1935: „Díler nakúpil tisíce ton medi. Ako ceny stúpali, predal ich s výrazným ziskom. Zo zisku spotreboval iba polovicu, pričom druhú polovicu ušetril a opäť investoval do mede. Na trhu sa mu podarilo získať niekoľko stoviek ton. Ceny stúpali a stúpali. Dílerove zisky boli obrovské, mohol si dovoliť cestovať, nakúpiť autá, víkendové domy a kto vie čo ešte. No opäť investoval aj do medi. Jeho peňažný kapitál bol teraz niekoľkonásobkom sumy, s ktorou začínal. Po niekoľkokrát opakovaných transakciách, počas ktorých si mohol vždy dovoliť luxusný životný štýl, investoval celý svoj kapitál, ktorý medzičasom narástol do astronomických výšok, do niekoľkých kíl medi. Kým ho ostatní, a on s nimi, považovali za zbohatlíka s najvyšším príjmom, v skutočnosti si iba prejedol svoj kapitál.“ Machlup, 2005
- 931 [www.savelife.org](http://www.savelife.org)
- 932 Bodie, 1975
- 933 Ashton, 2013
- 934 Wood Creek Capital Management, 2010
- 935 Na stránke [www.crestmontresearch.com](http://www.crestmontresearch.com) je možné nájsť matice ročných výnosov amerického akciového trhu od roku 1900. Tu je napríklad matica priemerných ročných reálnych výnosov očistených o zaplatenú daň: [www.crestmontresearch.com/docs/Stock-Matrix-Taxpayer-Real-11x17.pdf](http://www.crestmontresearch.com/docs/Stock-Matrix-Taxpayer-Real-11x17.pdf)
- 936 Summers, 1981 alebo Koning, 2013a
- 937 Ak sa pri odhade do budúcnosti pozrieme na minulosť a počítame s priemernou cenovou infláciou meranou indexom spotrebiteľských statkov CPI na Slovensku za posledných 18 rokov vo výške 5,7%.

- 938 Viac k výhodám a nevýhodám různých  
foriem investície do zlata možno nájsť  
v [www.merkinvestments.com/downloads/  
2012-11-08-gold-report-six-options.pdf](http://www.merkinvestments.com/downloads/2012-11-08-gold-report-six-options.pdf).  
Tu je 5 najčastejších chýb, ktorých sa ľudia  
dopúšťajú pri investíciách do zlata  
[www.merkinvestments.com/download-  
s/2013-01-31-fools-gold.pdf](http://www.merkinvestments.com/downloads/2013-01-31-fools-gold.pdf).
- 939 Uloženie 2% majetku do zlata odporúča  
dokonca aj novokeynesiánsky ekonóm  
Gregory Mankiw (2013)
- 940 Smith, 2012
- 941 Samuelson, 1958, str. 482
- 942 Buffett, 2012
- 943 CNBC rozhovor s Becky Quick,  
4. máj 2012, po 9. minúte.
- 944 Barro, Mitra, 2013
- 945 McWhinnie, 2012
- 946 Zero hedge, 2012
- 947 IMF, 2013, str. 49
- 948 Rerum Novarum paragraf 12: Hülsmann,  
2007, str. 39

## Použité zdroje

Všetky internetové odkazy na zdroje typu [Online], [Press release] a [Video súbor] nájdete na stránke [www.zlepeniaze.eu](http://www.zlepeniaze.eu)

- Acharya, V., Steffen, S. (2013). The banking crisis as a giant carry trade gone wrong. [Online]
- Acharya, V., Tuckman, B. (2013). Unintended Consequences of LOLR Facilities. The Case of Illiquid Leverage. [Online]
- Adams, A. (2012a). Do bans on texting while driving actually increase accidents?. [Online]
- Adams, A. (2012b). This much I know: Daniel Kahneman. [Online]
- Adrian, T. & Shin H. S. (2008). Procyclical Leverage and Value-at-Risk. (Staff Report No. 338). [Online]
- Agrawal, S. et al. (2012a). Did the Community Reinvestment Act (CRA) Lead to Risky Lending? [Online]
- Agrawal, S. et al. (2012b). Predatory Lending and the Subprime Crisis. [Online]
- AIG. (2008). Counterparty Attachments. [Online]
- Alchain, A. A., Klein, B. (1973). On A Correct Measure of Inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 5, No. 1, 173-191. [Online]
- Alderman, L. (2012). Under Chinese, a Greek Port Thrives. [Online]
- Aleksynska, M., Schindler, M. (2011). Labor Market Regulations in Low-, Middle- and High-Income Countries: A New Panel Database. IMF Working Paper 11/154. [Online]
- Alesina, A., Ardagna, A. (2009) Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending. (NBER Working Paper 15438). [Online]
- Alesina, A., Favero, C., Giavazzi, F. (2012). The Output Effect of Fiscal Consolidation (NBER Working Paper 18446). [Online]
- Allen, P. (2011). No Chance of Default, US Can Print Money: Greenspan. [Online]
- Allenand, W. A., Moessner, R. (2012). The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis. (BiS Working Papers No 390). [Online]
- Altunbas, Y., Gambacorta, L. & Marqués-Ibanez, D. (2010) Does Monetary Policy Affect Bank Risk-taking? (ECB Working Paper series No. 1166). [Online]
- American Enterprise Institute. (2000). Reforming Bank Capital Regulation. ). [Online]
- American Recovery and Reinvestment Act of 2009. [Online]
- Anderson, R. G., Rasche, R. H. (2001) Retail Sweep Programs and Bank Reserves, 1994-1999 [Online]
- Andreasen, M. M., Ferman, M. & Zabczyk, P. (2012). The Business Cycle Implications of Banks' Maturity Transformation. (ECB Working Paper series No. 1489). [Online]
- Appelbaum, B. (2009). Fed Held Back as Evidence Mounted on Subprime Loan Abuses. [Online]
- Armitstead, L. (2011). Nicolas Sarkozy promises no eurozone member will default. [Online]
- Artemis Capital Management. (2012). Volatility at World's End. Deflation, Hyperinflation and the Alchemy of Risk. [Online]
- Ashton, M. (2013). Equity Returns and Inflation. [Online]
- Auerbach, R. D. (1985). Politics and the Federal Reserve. *Contemporary Policy Issues* 3(Fall). 43-58.
- Autor, D. H. (2011). The Unsustainable Rise of the Disability Rolls in the United States: Causes, Consequences, and Policy Options. [Online]
- Baader, R. (1993). *Die Euro-Katastrophe*. Böblingen: Anita Tykve Verlag
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A description of the money market*. New York: Scribner, Armstrong.
- Bagus, P. (2011). *Tragédia eura*. Bratislava: Trim Broker.
- Bagus, P. (2012). The Eurozone: A Moral-Hazard Morass. [Online]
- Bagus, P., Howden, D. (2010). The Term Structure of Savings, the Yield Curve, and Maturity Mismatching. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 13, No. 3, 64-85. [Online]
- Balcerowicz, L., Rzońca, A., Kalina, L., Laszek, A. (2013). Economic Growth in the European Union. [Online]
- Balkin, J. M. (1997). The Constitution of Status – Part II. [Online]
- Banca D' Italia. (2013). Shareholders. [Online]
- Bandulet, B. (2010) *Die letzten Jahre des Euro – Ein Bericht über das Geld, das die Deutschen nicht wollten* Rottenburg: Kopp.



- Banerjee, D., Katz, I. (2013). *Tim Geithner to Ken Langston: Report from Treasury June 2008*. [online]  
Bank for International Settlements (2013). *Triennial Central Bank Survey of foreign currency and derivatives market activity in 2013*. [Online]
- Barofsky, N. (2012). *Barofsky on Bailouts*. [online]
- Barro, R. J. (2009). *Government Spending Is No Free Lunch*. [online]
- Barro, R. J., Misra, S. P. (2013). *Gold Returns*. NBER Working Paper No. 18779 [online]
- Bartley, W. W. (1988) (Eds.). *The collected Works of F. A. Hayek* [online]
- Bass, K. (2012). *The Central Bankers' Przemyski Village*. [online]
- Bastiat, F. (2009). *The Broken Window*. [online]
- Battalio, R., Mehran, H. & Schultz, P. (2012). *Market Inefficiency: What Is Behind It?* *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18 [online]
- Battiston, S. et al. (2012). *DebtRank: The Central to Fail? Financial Networks for Systemic Risk*. [online]
- BeatTheBanks. (2009, August 4). *Testimony of Hank Paulson Part 2: How Large Is the Problem?*. [online]
- Beblavý, M. (2007). *Monetary Policy in Central Europe*. New York: Praeger
- Beblavý, M., Cobham, D., Odor, L. (eds.) (2011). *The Euro Area and the Financial Crisis: A European Perspective*. [online]
- Beck, H., Prinz, A. (2012). *The Trilemma of a Monetary Union: Another Perspective*. [online]
- Bekaert, G., Hoerova, M. & Lo Duca, M. (2012). *Risk, Uncertainty and Monetary Policy*. [online]
- Belvedere, M. J. (2013). *TARP didn't save banks, it ruined them*. *Kearneyville*. [online]
- Belson, K. (2014). *Brain Trauma to Affect One in Three Players*. *NFL Agents*. [online]
- BenBernankeBlog. (2011). *Ben Bernanke: 100th Confidence Interval*. [online]
- [Video súbory].
- Bendík, M. (2009). *Analýza vplyvu fiškálnej politiky na hospodárstvo*. [online]
- Výskumná štúdia NBS, 2/200. [Online]
- Berggren, N. (2010). *Time for behavioral political economy? An analysis of the 2008-2009 financial crisis*. [online]
- Bergstrom, T. (1999). *Economics in a Family Way*. [online]
- Bernanke, B. S. (2002). *Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the Senate Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*. Washington, D.C. [Online]
- Bernanke, B. S. (2003). *Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the House Committee on Banking and Finance*. Tokyo, Japan. [Online]
- Bernanke, B. S. (2006a). *Modern Risk Management and Banking Supervision*. [online]
- Bernanke, B. S. (2006b). *The Benefits of Price Stability*. [online]
- Bernanke, B. S. (2007). *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. [online]
- Bernanke, B. S. (2008). *Bernanke: In His Own Words*. [online]
- Bernanke, B. S. (2010). *Implications of the Financial Crisis for Economics*. [online]
- Bernanke, B. S. (2010b). *What the Fed did and why: supporting the recovery and restoring financial stability*. [online]
- Bernanke, B. S. (2012b). *Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the House Committee on Banking and Finance*. Washington, DC. [Online]
- Bernanke, B. S. (2013). *Long-Term Interest Rates*. [online]
- Bernanke, B. S., Reinhart, V. R. & Sack, B. P. (2014). *Monetary Policy Transmission and the Effects of the Fed's Asset Purchase Program*. [Online]
- Bethel, T. (1999). *"The Soviet Experiment" The noblest triumph of the human spirit*. [online]
- Palgrave MacMillan.
- Bilbie, F. & Straub, R. (2012). *Asset Market Participation: Monetary Policy Rules and Financial Stability*. (ECB Working Paper series No. 1438) [Online]
- Bilo, S. & Wagner, R. E. (2012). *Neutral Money: Historical Fact or Analytical Artifact?* [online]
- BIS. (2009). *79th BIS Annual Report 2008/09*. [Online]
- Black, J., Randow, J. (2012). *Draghi Says ECB Will Do What's Needed to Preserve Eurozone Stability*. [online]
- Black, L., Hazelwood, L. (2010). *The Effect of TARP on Bank Risk-Taking*. [online]
- Black, L., Hazelwood, L. (2011). *The Effect of TARP on Bank Risk-Taking*. [online]
- Black, W. K. (2009a). *How the Servant Became a Predator: Finance's Free Fall*. [online]
- Black, W. K. (2009b). *The Two Documents Everyone Should Read to Better Understand the Crisis*. [online]
- Blackstone, B., Karnitschnig, M., Thomson, R. (2012). *Europe's Banker Faces Struggle: Struggle*. [online]
- Model is 'Gone,' Won't Backtrack on Austerity. *The Wall Street Journal Europe*, February 14

- Blanchard, O. J. (2008). The State of Macro. (Working Paper 14259). [Online]
- Blanchard, O. J. (2013). Rethinking macroeconomic policy. [Online]
- Blanchard, O., Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government spending and Taxes on Output. The Quarterly Journal of Economics, November 2002, 1329-1368. ). [Online]
- Block, W. (1999). The Gold Standard: A Critique of Friedman, Mundell, Hayek and Greenspan from the Free Enterprise Perspective. Economic Department, University of Central Arkansas, Vol 25., No. 5., 15 – 33.
- Bloomberg. (2010). Clinton Calls Advice He Got on Derivatives 'Wrong' (Update1). [Online]
- Blyth, M. & Kinsella, S. (2012). Spain Is Now Making Ireland's Mistakes. [Online]
- BNN. (2012). Market Sense – Part Five: Bailout: The Mishandling of TARP. [Video súbor].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2005). Meeting of the Federal Open Market Committee on June 29-30, 2005. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007). FOMC: Transcripts and Other Historical Materials, 2007. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008a, November 10). For immediate release. [Press release]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008b, December 22). For immediate release. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008c, December 24) For immediate release. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008d, October 8). For immediate release [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008e, November 10). For release [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008f, December 15) For release. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008g, September 16) Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and the FDIC on Citigroup. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008h). For release. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008i, March 11). Press Release [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009a, February, 10). For release. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009b, March 18) For immediate release [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009c, February 23). Joint Statement by the Treasury, FDIC, OCC, OTS, and the Federal Reserve. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009d, March 2). U.S. Treasury and Federal Reserve Board Announce Participation in AIG Restructuring Plan. [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2010). The Economic Outlook and Monetary Policy [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013a). Federal Reserve Act [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013b). Fedwire Funds Services. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013c, January 10) For immediate release [Press release].
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2013d). Interest on Required Balances and Excess Balances. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013e). Reserve Requirements. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013f). Who owns the Federal Reserve? [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013g). Federal Reserve Act. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013h). Long-Term Interest Rates. [Online]
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2015). Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. [Online]
- Bodie, Z. (1975). Common Stocks as a Hedge Against Inflation. The Journal of Finance Vol. 31, No. 2, 459-470. [Online]
- Bodoni, S., Martinuzzi, E. & Thesing, G. (2012). ECB Wins Ruling to Deny Access to Secret Greek Swap Files. [Online]
- Boettke, P. (2011). It is the culture, stupid! [Online]
- Bockvar, P. (2012). Otmar Issing says don't use German guilt over WWII... [Online]
- Borio, C. (2011a). Central banking post-crisis. What compass for uncharted waters? (BIS Working Papers No 353). [Online]
- Borio, C. (2011b). Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward. (BIS Working Papers No 354). [Online]
- Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? (BIS Working Papers No 395). [Online]

- Borio, C. & Disyatat, P. (2011). Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? (BIS Working Papers No 346). [Online]
- Borio, C.; McCauley, R.N. & McGuire, P. M. (2011). Global credit and domestic credit booms. [Online]
- Borooah, V. K. (2012). When the Lights Go Out: Europe in an age of Austerity. [Online]
- Boudreaux, D. (2012). Let's Not Talk Past Each Other on the Burden-of-Public-Debt Issue. [Online]
- Brandt, P. (2012). The History of Gold Charts. [Online]
- Branomajsejsk. (2008, September 18). euro kampan. [Video súbor].
- Brei, M., Gadanecz, B. (2012). Public recapitalisations and bank risk: evidence from loan spreads and leverage. (BIS Working Papers No 398). [Online]
- Brook, P. (2013). Paranoid Dictator's Communist-Era Bunkers Now a National Nuisance. [Online]
- Brooks, D. (2013). What our words tell us. [Online]
- Brož, J. (2013). Měnová reforma nebude, lhal před 60 lety Zápotocký. Záznam se ztratil. [Online]
- Brunner, B. (2008). Anatomy of a Run on the Bank. [Online]
- Buchanan, J. M. (1999) The Collected Works of James M. Buchanan. Vol. 2 Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement. [Online]
- Buchanan, J. M. (2003). Public Choice: Politics Without Romance. [Online]
- Buchanan, J.M., Tullock, G. (1958). The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy. [Online]
- Buchheit, L. C., Gulati, G. M. (2012). The Eurozone Debt Crisis – The Options Now. [Online]
- Buchheit, L. C., Gulati, G. M. (2013). The Gathering Storm: Contingent Liabilities in a Sovereign Debt Restructuring. [Online]
- Buck, T. (2013). Bankia share value to be slashed to €0.01. [Online]
- Buffett, W. (2012). Warren Buffett: Why stocks beat gold and bonds. [Online]
- Buiter, W. H. (2009). What's left of central bank independence? [Online]
- Buiter, W. H. (2011). The Debt of Nations: Prospects for Debt Restructuring by Sovereigns and Banks in Advanced Economies. [Online]
- Buiter, W. H., Rahbari, E., Michels, J. (2011) The implications of intra-euro area imbalances in credit flows. Policy Insight, No. 57. [Online]
- Buiter, W. H., Rahbari, E. (2012) Global Economics View: Looking into the Deep Pockets of the ECB. [Online]
- Bureau of Labor Statistics. (2014). Employee Tenure Summary. [Online]
- Burns, A. F., Čirović, M., Polak, J. J. (1979). The Anguish of Central Banking. [Online]
- Butler, E. (2012). Twenty-two crisis meetings and no solutions. [Online]
- Butler, W. & Rahbari, E. (2012). Debt of Nations. [Online]
- Byres, W. (2012). Basel III: Necessary, but not sufficient. [Online]
- Caballero, R. J. (2010). Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 4, 58 – 101.
- Calomiris, Ch. (2012). Calomiris on Capital Requirements, Leverage, and Financial Regulation. [Online]
- Cardoso, M., Correa-López, M. & Doménech, R. (2012). Export shares, price competitiveness and the 'Spanish paradox'. [Online]
- Carlisle. (2009, December, 25). Don't Panic, Stocks are Safe!. [Video súbor].
- Carlson, M. A., Wheelock, D. C. (2012). The Lender of Last Resort: Lessons from the Fed's First 100 Years (Working Paper 2012-056A). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis. [Online]
- Case, K. E., Quinley, J. M., Shiller, R. J. (2013). Wealth Effects Revisited: 1975 – 2012. (Working Paper 18667). [Online]
- CBS News. (2009, March 16). The Chairman. [Video súbor].
- Cechetti, S. G., Kharroubi. (2012) Reassessing the impact of finance on growth (BIS Working Papers No 381). [Online]
- CES. (2007). Ifo Viewpoint No. 83: The Thirty Billion Euro Deal: Seignorage of ECB. [Online]
- Chang, M. (2013). Can Anyone Trust the Central Banks? A Memo from a Central Banker. [Online]
- Chari, V. V., Christiano, L., Kehoe P. J. (2008). Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008. Federal Reserve Bank of Minneapolis (Working Paper 666). [Online]
- Chari, V. V., Kehoe, P. J. (2008). Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union. *Journal of Money, Credit, and Banking* 40 (7), 1329-55.
- Choukhmane, T., Coeurdacier, N., Jin, K. (2014). China's one-child policy and saving puzzle. [Online]
- Clark, A. (2009). Goldman Sachs breaks record with \$16.7bn bonus pot. [Online]



- CNBC. (2012). At the ECB, a Change in Style but Not in Policy. [Online]
- CNN. (2008). CNN late edition with Wolf Blitzer. [Online]
- Cœuré, B. (2013). Euro area financial regulation: where do we stand? [Online]
- Cohan, W. D. (2012). Rethinking Bob Rubin From Goldman Sachs Star to Crisis Scapegoat. [Online]
- Cohn, S. (2008). S&P Officials: We'd Do a Deal 'Structured by Cows'. [Online]
- Cochrane, J. H. (1989). The Return of the Liquidity Effect: A Study of the Short-Run Relation between Money Growth and Interest Rates. *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 7, (1), 75-83. [Online]
- Collum, D. (2013). 2013 Year in Review. [Online]
- Committee on Science and Technology, House of Representatives. (2010). Building a Science of Economics for the Real World. [Online]
- Comstock, C. (2011). The SEC Employees Watching Porn At Work Were Making Over \$200,000/Year. [Online]
- Congressional Budget Office. (2010). Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output From April 2010 Through June 2010. [Online]
- Conway, E. (2004). IMF admits mistakes in Argentina crisis. [Online]
- Cooley, T. F. & LeRoy, S. F. (1981). Identification and Estimation of Money Demand. *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 5, 825 – 844.
- Cournot, A. A. (1897). *Researches into the mathematical principles of the theory of wealth*. [Online]
- Cowen, T. (2010). *Risk and Business Cycles. New and Old Austrian Perspectives*. New York and London: Routledge.
- Corrigan, S. (2013). Been there, done that, bought the T-shirt. [Online]
- Cottle, D. (2010). Milton Friedman Comes Close.... [Online]
- Council of the European Union. (2010). Press Release: Extraordinary Council meeting. Economic and Financial Affairs Brussels, 9/10 May 2010. [Online]
- Council of the European Union. (2011). Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions. [Online]
- Cowen, T. (2013a). If we could preserve only one sentence... [Online]
- Cowen, T. (2013b). William Shakespeare, grain hoarder. [Online]
- Crédite Agricole. (2012). Third quarter and first nine months 2012 results. [Online]
- Cronin, B. (2011). Economists Debate Financial Crisis Causes, Cures. [Online]
- CSO. (2012). Population and Migration Estimates. [Online]
- Danker, R. (2012). Implementing a Twenty-first Century Gold Standard. [Online]
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. & Trebesch, Ch. (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. (IMF Working Paper, 12/203).
- David, J. E. (2013). AIG Makes Final Repayment to Government for Bailout. [Online]
- Delamaide, D. (2015). Opinion: IMF bent its rules to hobble Greece with unsustainable debt. [Online]
- Deloitte. (n.d.). IAS 29 — Financial Reporting in Hyperinflationary Economies. [Online]
- Delors, J. (1989). Regional implications of economic and monetary integration in Committee for the Study of the Economic and Monetary Union (ed.): Report on economic and monetary union in the European Community, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities. [Online]
- Dellas, H., Tavlas, G. S. (2013). The Gold Standard, the Euro, and the Origins of the Greek Sovereign Debt Crisis. *Cato Journal*, Vol. 33, No. 3 (Fall 2013). [Online]
- Der Spiegel. (2012). Kohl-Regierung war sich der Euro-Risiken bewusst. [Online]
- Derby, M. S., Peterson, K. (2013). Is the Fed Doing Enough or Too Much to Aid Recovery?. [Online]
- Detrixhe, J. & Keene, T. (2012). Gross Says Greece Weakens Bond Contract Sanctity: Tom Keene. [Online]
- Deutsche Bundesbank. (2013). Time series BBK01.EC1804: Balance on current account / Euro-area member states. [Online]
- Dewatripont, M. & Freixas, X. (2012). *The Crisis Aftermath. New Regulatory Paradigms*. London: Centre for Economic Policy Research. [Online]
- Dice, M. (2012, Má 29). Selling 1 Oz Gold Coin for \$25 (when it's worth over \$1,500). [Video súbor].
- DiLorenzo, T. (2008). The Myth of the Independent Fed. [Online]
- Dinga, J. (2012a). Pozdrav z Európskej komisie: kríza skončí o 2 roky. [Online]
- Dinga, J. (2012b). Prognózy rastu HDP: 4% na večné časy?. [Online]
- Dinga, J., Ľurana, R. (2014). Rómovia a sociálne dávky. [Online]
- Dobbs, R. et al. (2013). QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks. [Online]

- Dol, K., Haffner, M. (2010). Housing Statistics in the European Union. [Online]
- Dow, J., Gorton, G. (1993). Security market returns and the social discount rate: A note on welfare in the overlapping generations model. *Economics Letters*, Vol. 43, 1, 23-26. [Online]
- Draghi, M. (2013). The policy and the role of the European Central Bank during the crisis in the euro area. [Online]
- Drehmann, M.; Borio, C. & Tsatsaronis, K. (2011). Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The role of Credit Aggregates. [Online]
- Dunai, M. (2012). Anger as Hungary far-right leader demands lists of Jews. [Online]
- Dunbar, N. & Martinuzzi, E. (2012) Goldman Secret Greece Loan Shows Two Sinners as Client Unravels. [Online]
- Ebeling, R. M. (1999). Monetary Central Planning and the State, Part 27: Milton Friedman's second thoughts on the costs of paper money. [Online]
- ECB. (1998). The quantitative reference value for monetary growth. [Press release].
- ECB. (2003). Monthly Bulletin, June 2003. [Online]
- ECB. (2004). Working Paper Series no. 392. [Online]
- ECB. (2005). Publication of the December 2005 ECB Financial Stability Review. [Press release].
- ECB. (2008). Convergence Report May 2008. [Online]
- ECB. (2010a). ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets. [Online]
- ECB. (2010b). Decision of European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5). [Online]
- ECB. (2010c). ECB increases its capital. [Online]
- ECB. (2012a). Annual Report 2012. [Online]
- ECB. (2012b). Analysing Government Debt Sustainability in the Euro area. [Online]
- ECB. (2012c). Euro Money Market Study. December 2012. [Online]
- ECB. (2012d). ECB's Governing Council approves eligibility criteria for additional credit claims [Online]
- ECB. (2012e). Technical features of Outright Monetary Transactions. [Online]
- ECB. (2013a). How to calculate the minimum reserve requirements. [Online]
- ECB. (2013b). Key dates of the financial crisis (since December 2005). [Online]
- ECB. (2013c). Monthly Bulletin, October 2013. [Online]
- ECB. (2013d). Statistical Data Warehouse. [Online]
- ECB. (2013e). Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme [Online]
- ECB. (2014). Monthly Bulletin, May 2014. [Online]
- ECB. (2014b). Letter to Brian Lenihan. [Online]
- ECB. (2014c). Zoznam významných dohľadanych subjektov a zoznam menej významných inštitúcií [Online]
- ECB. (2010). The „Great Inflation“. Lessons from Monetary policy ECB Monthly Bulletin no. 5 [Online]
- Economist. (2011). Taming Leviathan. [Online]
- Economist. (2012a). A just-so German story. [Online]
- Economist. (2012b). Strength in numbers. [Online]
- Economist. (2012c). Toil and trouble. [Online]
- Economist. (2013a). Beware of the bias. [Online]
- Economist. (2013b). Location, location, location. [Online]
- Economist. (2013c). Well oiled. [Online]
- Economist. (2013d). Why have so few bankers gone to jail?. [Online]
- Ednily. (2009, Február 21). The Phillips Machine. [Video súbor].
- Eichengreen, B., Bayoumi, T. (1997). Shocking Aspects of European Monetary Unification, in Barry Eichengreen, (ed.), *European Monetary Unification: Theory, Practice, and Analysis*, pp. 73-109. Cambridge: The MIT Press.
- Eichengreen, B., Flandreau, M. (1997). *Gold Standard In Theory & History*. London: Routledge
- Einstein, A. (1933). *The Method of Theoretical Physics*. London: Oxford.
- Elliott, L. (2012). Britain's richest 5% gained most from quantitative easing – Bank of England [Online]
- Elsby, M. (2006) Evaluating the Economic Significance of Downward Nominal Wage Rigidity. (NBER Working Paper No. 12611). [Online]
- Enrich, D. (2012). Large European Banks Stash Cash. [Online]
- Erb, C. B., Harvey, C. R. (2013). The Golden Dilemma. *Financial Analysts Journal*, vol. 69, no. 4 (July/August 2013) 10-42. [Online]

- Eriksson, K. (2012). The nonsense math effect. *Judgement and Decision Making*, Vol. 7, No. 6, 746-749. [Online]
- Erste Group. (2013). Gold report 2013 – In GOLD we TRUST. [Online]
- EUobserver. (2012a). Ireland wins Hollande support over banks. [Online]
- EUobserver. (2012b). Portuguese intellectuals declare Merkel an unwelcome guest. [Online]
- Euronews. (2012). Merkel visits Lisbon to reinforce austerity. [Online]
- European Central Bank. (n.d). How to calculate the minimum reserve requirements. [Online]
- European Commission. (2006). *European Economy*, No. 6/2006. [Online]
- European Commission. (2008a). *Convergence Report 2008*. [Online]
- European Commission. (2008b). *EMU@10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union*. [Online]
- European Commission. (2011). Flash Eurobarometer 335. The Euro Area. [Online]
- European Commission. (2011b). The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis. (Commission Staff Working Paper). [Online]
- European Commission. (2012a). Benchmarking Unemployment Benefit Systems. *Economic Papers* 454. [Online]
- European Commission. (2012b). Excessive Deficit Procedure (EDP): Five Member States assessed. [Online]
- European Commission (2012c). Macroeconomic Imbalances Procedure Scoreboard. [Online]
- European Commission (2012d). Summary of the impact assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms... [Online]
- European Commission. (2013). Monetary Conditions Index. [Online]
- European Financial Stability Mechanism. (2013). [Online]
- European Monetary Institute. (1995). *Progress Towards Convergence*. [Online]
- European Repo Council. (2012). Shadow banking and repo. [Online]
- European Union (2010). Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme. [Online]
- Eurostat. (2004). Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government deficit and Debt Figures [Online]
- Eurostat. (2012). Eurostat Supplementary Table for the Financial Crisis. [Online]
- Evans, A. J., Thorpe, R. (2013). The (Quantity) Theory of Money and Credit [Online]
- Fargo, W. (2013). Riding high. [Online]
- Farhi, E., Tirole, J. (2009). Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts. (NBER Working Paper No. 15138). [Online]
- FDIC. (2000). Continental Illinois and „Too big to Fail.“ [Online]
- FDIC. (2008). Emergency Economic Stabilization Act of 2008 Temporarily Increases Basic FDIC Insurance Coverage from \$100,000 to \$250,000 Per Depositor. [Press release].
- FDIC Quarterly. (2009). Quarterly Banking Profile. Fourth Quarter 2008 Vol. 4, No. 1 [Online]
- Federal Housing Finance Agency. (2013) Government Sponsored Enterprises [Online]
- Federal Reserve Bank of New York. (2013). William C. Dudley. [Online]
- Federal Reserve Bank of Richmond. (2013). Federal Reserve Membership. [Online]
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2013a). Failed Banks – 2007 to Present. [Online]
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2013b). The Financial Crisis. A Timeline of Events and Policy Actions. [Online]
- Feeley, J. (2011). NFL and Helmet Maker Riddell Sued by 75 Retired Players Over Concussions [Online]
- Feldstein, M. (1997). EMU and International Conflict. *Foreign Affairs*, Vol. 76, No. 6 [Online]
- Ferguson, N., Schularick, M. (2008). The „Thin Film Of Gold“: Monetary Rules and Policy Credibility In Developing Countries. (Working Paper 13918). [Online]
- Fergusson, A. (1975) *When Money Dies: The Nightmare of the Weimar Collapse*. London: William Kimber.
- Fernandez de Mesa, I., et al. (2012). The Kingdom of Spain's path towards stability and growth. [Online]
- Financial Stability Board. (2012). Update of group of global systemically important banks. [Online]
- Finweb. (2012). Stiglitz: Za vznik krízy môžu aj ekonómovia. [Online]
- Fisher, R. (2013). Richard Fisher on Too Big to Fail and the Fed. [Online]
- Fisher, R. W. (2012). Comments to the Harvard Club of New York City on Monetary Policy (With Reference to Tommy Tune, Nicole Parent, the FOMC, Velcro, Drunken Sailors and Congress) [Online]
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions [Online]
- Forbes. (2013). Alfredo Abad At a Glance. [Online]



- Flanders, S. (2013). The 'solution' to jobs puzzle: Falling wages. [Online]
- Fleckenstein, W. A. (2008). Greenspan's bubbles. The Age of Ignorance at the Federal Reserve. The McGraw-Hill Companies.
- Flegr, J. et al. (2002). Increased risk of traffic accidents in subjects with latent toxoplasmosis: a retrospective case-control study. *BMC Infectious Diseases*, 2. [Online]
- Flegr, J. & Havlíček, J. (1999). Changes in the personality profile of young women with latent toxoplasmosis. *Folia Parasitologica*, 46, 22-28. [Online]
- Flynn, F. (n.d.). Ireland Bulldozes Ghost Estate in Life After Real Estate Bubble [Online]
- Foot, Ch. L., Gerardi, K. S. & Willen, P. S. (2012). Why Did So Many People Make So Many Ex Post Bad Decisions? The Causes of the Foreclosure Crisis. [Online]
- Ford, W.F., Vlasenko, P. (2011). The Downside of Monetary Easing. [Online]
- Fujivara, I., Sudo, N. & Teranishi, Y. (2010). The Zero Lower Bound and Monetary Policy in a Global Economy A Simple Analytical Investigation. [Online]
- Freddie Mac (2009). Freddie Mac Reports Fourth Quarter and Full-Year 2008 Financial Results. [Online]
- Freddie Mac. (2013). Freddie Mac Update. [Online]
- Frieden, T. (2004). FBI warns of mortgage fraud 'epidemic'. [Online]
- Friedman, M. (1953). *The Methodology of Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1993). Letter to Professor David M. Levy. [Online]
- Friedman, M., Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., Mundell, R. (2000). Nobel Money Duel: Europe's Currency, The Euro Revolution [Online]
- Gabriel, S. A., Kahn, M. E., Vaughn, R. K. (2013). Congressional influence as a determinant of subprime lending. [Online]
- Gadanecz, B., Tsatsaronis, K., Altunbas, Y. (2012). Spoilt and Lazy: The Impact of State Support on Bank Behavior in the International Loan Market. *International Journal of Central Banking* [Online]
- Gage, C. S. (2012). Central Bankers Should Weigh GDP Targeting, Woodford Says [Online]
- Gallo, A. (2012). Trade Policy and Protectionism in Argentina. *Economic Affairs*, Vol. 32, No. 1, 55-59.
- Gambacorta, L. (2011). The Risks of Low Interest Rates. [Online]
- Garber, P. M. (1999). The TARGET mechanism: will it propagate or stifle a Stage III crisis? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* vol. 51, 195 – 220. ). [Online]
- Garrison, R. W. (2009). Interest-Rate Targeting during the Great Moderation: A Reappraisal. *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1, 187 – 200.
- Gattini, L. & Ganoulis, I. (2012). House Price Responsiveness of Housing Investments across Major European Economies. (ECB Working Paper series No. 1461). [Online]
- Gattini, L.; Pill, H. & Schuknecht, L. (2012). A Global Perspective on Inflation and Propagation Channels. (ECB Working Paper series No. 1462). [Online]
- Georgiopoulos, G. & Papadimas, L. (2012). Special Report: Greeks rage against pension calamity [Online]
- Geniki Bank. (2009). *Geniki Bank Annual Report 2009*. [Online]
- Gertchev, N. (2002). The Case Against Currency Boards. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 5, No. 4, 57 – 75.
- Gertler, P., Senaj, M. (2009). Downward Wage Rigidities in Slovakia. *AUCO Czech Economic Review*, 4, 79-101. [Online]
- Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. (2012, November 18). [Online]
- Global Shadow Banking Monitoring Report 2012.
- Gold Money Foundation. (n.d.). White Papers. [Online]
- Goldberg, D. (2005). Famous Myths of "Fiat Money". [Online]
- Goldstein, M. (2012). Stop coddling Europe's banks. [Online]
- Goldstein, J., Kestenbaum, D. (2010). A Chemist Explains Why Gold Beat Out Lithium, Osmium, Einsteinium... [Audio súbor].
- Gonda, P. (2012). *Eurozóna a alternatívy európskej ekonomickej integrácie*. Bratislava: Konzervatívny inštitút M. R. Štefánika.
- Goodhart, Ch. A. E. (1975). *Money, Information and Uncertainty*. London: Macmillan.
- Goodhart, Ch. A. E. (1988). *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Goodhart, Ch. A. E. (1998). The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, 14, 407 – 432.
- Goodhart, Ch. A. E. (2012). Sovereign ratings when default can come explicitly or via inflation. [Online]
- Gordon, R., Dahl, G. B. (2013). Views among Economists: Professional Consensus or Point-Counterpoint? *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103(3), 629-635. [Online]
- Gorodnichenko, Y. & Weber, M. (2013). Are Sticky Prices Costly? Evidence From The Stock Market. [Online]
- Gorton, G.B. (2012). *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*. London: Oxford University Press.
- Gorton, G. B, Metrick, A. (2009). Securitized banking and the run on repo (Working Paper 15223). [Online]
- Gorton, G. B, Metrick, A. (2012). Getting up to Speed on the Financial Crisis: A One Weekend Reader's Guide. [Online]
- Gourinchas, P.O., Rey, H. (2007). From World Banker to World Venture Capitalist U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege. [Online]
- Gourio, P. (2012). Macroeconomic Implications of Time-varying Risk Premia. (ECB Working Paper series No. 1463). [Online]
- GrabMore. (2011, April 25). Bailout Boys Go to Dublin. [Video súbor].
- Grant, J. (2012) Calm before the storm. Grant's Interest Rate Observer, Vol. 30 Winter Break. [Online]
- Grauwe, P. D., Ji, Y. (2012a). TARGET2 as a scapegoat for German errors. [Online]
- Grauwe, P. D., Ji, Y. (2012b). What Germany should fear most is its own fear. [Online]
- Greeley, B. (2013). Argentines Hold More Than \$50 Billion in U.S. Currency: Here's How We Know. [Online]
- Gretchev, N. (2002). The Case Against Currency boards. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 5, No. 4., 57-75. [Online]
- Grimm, R. (2009). Priceless: How The Federal Reserve Bought The Economics Profession. [Online]
- Grimm, R. (2009). Dick Durbin: Banks „Frankly Own The Place“. [Online]
- Gros, D. (2012). Banking union: Ireland vs Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system. [Online]
- Gross, W. H. (2009). Anything but .01%. [Online]
- Guaĸardo, J., Leigh, D. & Pescatori, A. (2011). Expansionary Austerity: New International Evidence (IMF Working paper 11/158). [Online]
- Hagedorn, M. et al. (2013) Unemployment Benefits and Unemployment in the Great Recession: The Role of Macro Effects. (NBER Working Paper No. 19499). [Online]
- Hagerty, J. R. (2012). Baxter Robot Heads to Work. [Online]
- Hagopian, A. et al. (2013) Mortality in Iraq Associated with the 2003–2011 War and Occupation: Findings from a National Cluster Sample Survey by the University Collaborative Iraq Mortality Study. *PLOS Medicine*, Vol. 10, Issue 10. [Online]
- Haldane, A. G. (2012). Speech: Tall of the unexpected. [Online]
- Hampl, M. (2012). The euro – the case of the European monetary integration project and its former hegemon. [Online]
- Hanke, S. H. & Krus, N. (2012) World Hyperinflation. (Cato Working Paper no. 8). [Online]
- Hankel, W., Nolling, W., Albrecht, K., Starbatty, J. (2001). *Die Euro-Illusion*. Rowohlt Verlag.
- Hannah. (2008). How the Lives of 10 Lottery Millionaires went Disastrously Wrong. [Online]
- Hanson, R. (2008). Fear, God, and State. [Online]
- Harford, T. (2011). Look out for No. 1. [Online]
- Harper, Ch. (2008). Goldman to Raise \$7.5 Billion From Berkshire, Public (Updater). [Online]
- Haub, C. (2011). How Many People Have Ever Lived on Earth?. [Online]
- Havrilesky, T. (1988). Monetary Policy Signaling from the Administration to the Federal Reserve. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20, No. 1. [Online]
- Hayek, F. A. (1933). *Monetary Theory and the Trade Cycle*. New York: Augustus M. Kelley.
- Hayek, F. A. (1935). *Prices and Production*. London: Routledge.
- Hayek, F. A. (1945). The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, pp. 519-30. [Online]
- Hayek, F. A. (1971). *Monetary Nationalism and International Stability*. New York: Augustus M. Kelley
- Hayek, F. A. (1975). Full Employment at Any Price? London: Institute of Economic Affairs (Occasional Paper 45), 1975/1978, (Italy 1975), 52 pp.

- Hayek, F. A. (1974). *The Pretence of Knowledge* [Online]
- Hayek, F. A. (1979). *Unemployment and Monetary Policy. Government as Generator of the „Business Cycle.“* San Francisco, California: Cato Institute.
- Heather, B. (2008). George Bush: I've abandoned free market principles to save the free market system. [Online]
- Hell, E. (2014). Peter Orszag and ex-wife in contentious court fight over child support. [Online]
- Henderson, D. R. (2009). *Why Everyone Read Samuelson.* [Online]
- Henderson, D. R. (2010a). *Canada's Budget Triumph.* (Working Paper No. 10-52). [Online]
- Henderson, D. R. (2010b). *The U.S. Postwar Miracle.* [Online]
- Henderson, D. R. (2010c). *Paul Samuelson's Prediction for Post World War II.* [Online]
- Herkenhoff, K. F., Ohanian, L. E. (2012). *Foreclosure Delay and U.S. Unemployment.* (Working Paper 2012-017A). [Online]
- Hetzl, R. L. (2012). *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?* (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press.
- Higgins, M. & Klitgaard, T. (2011). *Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis.* *Current Issues in Economics and Finance*, 17, no. 5. [Online]
- Hippel, W., Trivers, T. (2011). *Behavioral and Brain Sciences.* [Online]
- Hodková, H. et al. (2007). Higher perceived dominance in *Toxoplasma* infected men - a new evidence for role of increased level of testosterone in toxoplasmosis- associated changes in human behavior. *Neuroendocrinology Letters*, Vol. 28, No. 2. [Online]
- Holton, G. A. (2002). *History of Value-at-Risk: 1922 – 1998* (Working Paper). [Online]
- Homer, S. & Sylla, R. (2005). *A History of Interest Rates.* Wiley Finance.
- Hoppe, H. H. (1990). *Banking, Nation States, and International Politics. A Sociological Reconstruction of the Present Economic Order.* *The Review of Austrian Economics*, Vol. 4., 55 – 87.
- Hospodářské noviny (2012) *Španělská vláda chce na dva roky zastavit zabavování bytů* [Online]
- Hott, Ch. & Jokipii, T. (2012). *Housing Bubbles and Interest Rates.* (Swiss National Bank Working Papers 2012-7). [Online]
- Höbemägi, T. (2012). *Anders Aslund: Paul Krugman's Baltic problem.* [Online]
- Huerta de Soto, J. (1998). *Money, Bank Credit, and Economic cycles.* Auburn: Ludwig von Mises Institute
- Huerta de Soto, J. (2012). *In Defense of the Euro: An Austrian Perspective.* [Online]
- Hülsmann, J. G. (2002) *A Theory of Interest.* *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 5, No. 4., 77-110. [Online]
- Hülsmann, J. G. (2007). *Ethik der Geldproduktion.* Edition Sonderwege. Manuscriptum-Verlag Buchh.
- Hülsmann, J. G. (2008). *The Structure of Production.* [Online]
- Hülsmann, J. G. (1998). *Toward a General Theory of Error Cycles.* [Online]
- Hummel, J.R. (2010). *BEN BERNANKE VERSUS MILTON FRIEDMAN: The Federal Reserve's Emergence as the U S Economy's Central Planner.* [Online]
- Hussan, R. N., Porter, D. & Smith, V. L. (2008). *That She Blows: Can Bubbles Be Rekindled with Experienced Subjects?* [Online]
- DeLong, J. B. (2012). *This Time, It Is Not Different: The Persistent Concerns of Financial Macroeconomics.* [Online]
- Igan, D., Kabundi, A.; De Simone, F.N., Pinheiro, M. & Tamirisa, N. (2012). *Housing, Credit, and Real Activity Cycles. Characteristics and Comovement.* (Euroindicators working papers). [Online]
- IGM Forum. (2013). *Minimum wage.* [Online]
- IgniterMedia. (2009, September 24). *The Marshmallow Test.* [Video súbor].
- Invictus. (2010). *Observations On Bernanke.* [Online]
- IMF. (2006a). *Global Financial Stability Report.* [Online]
- IMF. (2006b). *Staff Country Reports.* Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2008). *Iceland: Financial System Stability Assessment: Update.* (IMF Country Report No. 08/368). [Online]
- IMF. (2012). *Panama. 2011 Article IV Consultation.* (IMF Country Report No. 12/83). [Online]
- IMF. (2013). *Fiscal Monitor October 2013. Taxing Times.* [Online]
- IMF. (2013b). *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement.* [Online]
- Itulipdotcom (2012, April 26). *Charles de Gaulle, Monetary Crisis Ghost of 1965.* [Video súbor]
- Irwin, N. (2013). *Huzzah! The U.S. economy is 3 percent bigger than we thought. Thanks, George Lucas!.* [Online]
- Issing, O. (2012). *Großer Beifall von allen Seiten.* [Online]



- Issing, O. (2005). Politische Union durch gemeinsames Geld? In: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 50/1995. [Online]
- Ivry, B., Harper, Ch. & Pittman, M. (2009). Missing Lehman Lesson of Shakeout Means Too Big Banks May Fail. [Online]
- Jancura, V. (2008). Výmena peňazí v r. 1953 vyvolala nepokoje. [Online]
- Joffe-Walt, Ch. (2013). Unfit for Work. The startling rise of disability in America. [Online]
- Johnson, S. (2012). Will Germans Pick Up the Tab for Deutsche Bank, Too?. [Online]
- Johnson, T. (2013). Oedipus and the difficult relationship between maths and economics. [Online]
- Jones, D. (2000). Emerging problems with the Basel Capital Accord Regulatory capital arbitrage and related issues. *Journal of Banking & Finance*, 24, 1-2, 35-58. [Online]
- Jones, G. (2013). Wasteful Hiring: When Does It Cut Profits?. [Online]
- Jones, G. (2013b). Remember: Sticky-Wage Keynesianism is a Supply Side Theory. [Online]
- Jonung, L., Drea, E. (2010). It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002. *Economics in Practice*, 7(1), 4-52. [Online]
- Karlson, S. (2004). America's Unsustainable Boom. [Online]
- Karlson, S. (2012). Southern European CA Deficits Continue To Plummet. [Online]
- Karpiš, J. (2007). Houston, we have a problem... [Online]
- Karpiš, J. (2010a). NBS: Sme efektívni. [Online]
- Karpiš, J. (2010b). Nie je v NBS priveľa ľudí? [Online]
- Karpiš, J. (2012a). Dve správy z únie. [Online]
- Karpiš, J. (2012b). Kto „si tlačí“ eurá? [Online]
- Karpiš, J. (2013). Nápad za bilión. [Online]
- Keoun, B. (2011). Dexia Drew Most From Discount Window in Record Week in 2008 [Online]
- Kerber, R. (2009). The whistleblower. [Online]
- Keynes, J. M. (1920). *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Harcourt, Brace and Howe
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. [Online]
- Kim, J. H., Shin, H. S. & Yun, J. (2012) Monetary Aggregates and the Central Bank's Financial Stability Mandate [Online]
- Kiyotaki, N. & Moore, J. (2001). Lecture 1: Evil is the root of all money (Clarendon Lectures). [Online]
- Koniak, S. P., et al. (2010). How Washington Abetted the Bank Job. [Online]
- Klein, D.B. (2009). Knowledge Flat-Talk. A Concert of Supposed Experts and a Seduction to All. (GMU Working Paper in Economics No. 09-03). [Online]
- Klein, D. B. (2013). Ngrams of the Great Transformations. (GMU Working Paper in Economics No. 13-10). [Online]
- Kling, A. (2009a). Not What They Had in Mind: A History of Policies that Produced the Financial Crisis of 2008. [Online]
- Kling, A. (2009b). We're All Heterodox Now. [Online]
- Kling, A. (2011). The Soothsayers of Macroeconometrics. [Online]
- Kling, A. (2014). Ben Bernanke's Valedictory. [Online]
- Kocherlakota, N. (2012). On the Limits to Monetary Policy. [Online]
- Koen, V., van den Noord, P. (2005). Fiscal Gimmickry in Europe. One-Off Measures and Creative Accounting. [Online]
- Koeppen, N. (2012). Southern Flight to Germany Accelerates. [Online]
- Kolníková, E., et al. (2009). *Kronika peňazí na Slovensku*. Bratislava: Fortuna Libri.
- Koning, J. P. (2012). Turkey, Iran, and „gold for gas“. [Online]
- Koning, J. P. (2012b). How to stop a hyperinflation. [Online]
- Koning, J. P. (2013a). A stock portfolio is a bad hedge against inflation. [Online]
- Koning, J. P. (2013b). Central banks that trade on the stock market. [Online]
- Koning, J. P. (2013c). From intimate to distant: the relationship between Her Majesty's Treasury and the Bank of England. [Online]
- Koning, J. P. (2013d). More monetary lunacy from Mugabe. [Online]
- Koning, J. P. (2013d). Rudolph Havenstein, independent central banker during the Weimar inflation. [Online]
- Koning, J. P. (2013e). Transporting the macroblogosphere back to 1809: Usury Laws and the 5% upper bound. [Online]
- Koning, J. P. (2013f). Yap stones and the myth of fiat money. [Online]

- Koning, J. P. (2014). Banknotes: IOUs or not? [Online]
- Korowicz, D. (2012). Trade-Off. Financial System Supply-Chain Cross-Contagion- a study in global systemic collapse. [Online]
- Kotlikoff, L., Burns, S. (2012). *The Clash of Generations*. Cambridge: MIT Press.
- Kováč, I. (2008). VIDEO: Vierka Berkyová naspievala eurosong pre Rómov. [Online]
- Krebs, T., Scheffel, M. (2013). German labour reforms: Unpopular success. [Online]
- Krugman, P. (2008). Franklin Delano Obama? [Online]
- Krugman, P. (2008b). Latvia is the new Argentina (slightly wonkish). [Online]
- Krugman, P. (2011). The Ponzi Thing. [Online]
- Krugman, P. (2012a). More on Invisible Bond Vigilantes. [Online]
- Krugman, P. (2012b). Nobody Understands Debt. [Online]
- Krugman, P. (2012c). The Simple Analytics of Invisible Bond Vigilantes. [Online]
- Krugman, P. (2013a). Adam Smith Hates Bitcoin. [Online]
- Krugman, P. (2013b). Barbarous Relics. [Online]
- Kuhn, P., Kooreman, P., Soetevent, A.R., Kapteyn, A. (2010) The Effects of Lottery Prizes on Winners and their Neighbors: Evidence from the Dutch Postcode Lottery. (Discussion Paper No. 4950). [Online]
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2000). Government Ownership of Banks. (NBER Working Paper 7620) [Online]
- Lagos, R. (2006) Inside and Outside Money (Research Department Staff Report 374) [Online]
- Laeven, L. & Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. (IMF Working Paper 12/163). [Online]
- Lara, C. L. & Murphy, P. R. (2010). *How Privatized Banking Really Works*. Michigan: Sheridan Books.
- LeakSourceArchive. (2012, Február 20). How Goldman Sachs Helped Mask Greece's Debt [Video subor]
- Ledoit, O. (2011). The Redistributive Effects of Monetary Policy (Working Paper No. 44). [Online]
- Leeper, E.M., Walker, T.B. (2011). Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. (BIS Working Paper No 364). [Online]
- Lehuta, M. (2012). Tlačenie peňazí nie je riešením, hovorí prvý guvernér NBS. [Online]
- Lengell, S. (2009). Study: Bernanke, Paulson misled public on bailouts. [Online]
- Lenin, V. I. (1917). Can the Bolsheviks Retain State Power?. *Prosveshcheniye* No. 1-2. [Online]
- Lindová, J. et al. (2006). Gender differences in behavioural changes induced by latent toxoplasmosis. *International Journal for Parasitology*, Vol. 36, 14, 1485-1492. [Online]
- Lindová, L. et al. (2010). Pattern of money allocation in experimental games supports the stress hypothesis of gender differences in *Toxoplasma gondii*-induced behavioural changes. *Folia Parasitologica*, 57, 136-142 [Online]
- Lipka, D. & Šťastný, D. (2008). John Maynard Keynes, socializmus a hospodárska politika nacistického Nemecka *Acta Oeconomica Pragensia*, roč. 16, č. 1., 108 – 116.
- Lo, A. W. (2011). Reading About the Financial Crisis: A 21-Book Review. [Online]
- Luther, W. J. & White, L. W. (2011). Positively Valued Fiat Money after the Sovereign Disappears: The Case of Somalia. (Paper No. 11-14). [Online]
- Lynch, D.J. (2012). Banks Seen Dangerous Defying Obama's Too-Big-to-Fail Move. [Online]
- Ma, H. (2011). Beyond the Numbers. A Closer Look at China's Wind Power Success [Online]
- Machiup, F. (2005). The Consumption of Capital in Austria. [Online]
- MacDonald, E. (2010). SEC Knew About Supreme Accounting Fraud a Decade Ago. [Online]
- MacDonald, L. (2010). Karl Marx, Day Trader? [Online]
- MacKenzie, D., Spears, T. (2012). 'The Formula That Killed Wall Street'? The Gaussian Copula and the Material Cultures of Modelling. [Online]
- Macropress. (2012). Printing money does not lead to inflation, argues Argentine central bank president. [Online]
- Malerhofer, J. (2012). Osudový spolok? Týždeň (11/2012). [Online]
- Major, J. (2013). The Referendum on Europe: Opportunity or Threat?. [Online]
- Makridakis, S. (2013). Hypertension: The Evidence. [Online]
- Malhotra, A. (2013). Saturated fat is not the major issue. [Online]
- Malone, M. S. (2006). The Pump-and-Dump Economy. [Online]
- Mankiw, N. G. (1985). Small menu costs and large business cycles: a macroeconomic model of monopoly *The Quarterly Journal of Economics*. [Online]

- Mankiw, N. G. (1991). The Reincarnation of Keynesian Economics. (Working Paper No. 3885). [Online]
- Mankiw, N. G. (2009). It May Be Time for the Fed to Go Negative. [Online]
- Mankiw, N. G. (2013). Budgeting (Just a Little) on Investing in Gold. [Online]
- Manzi, J. (2012a). Manzi on Knowledge, Policy, and Uncontrolled. [Online]
- Manzi, J. (2012b). *Uncontrolled: The Surprising Payoff of Trial-and-Error for Business, Politics, and Society*. Basic Books.
- Markose, S. M. (2012). Systemic Risk from Global Financial Derivatives: A Network Analysis of Contagion and Its Mitigation with Super-Spreader Tax. (IMF Working Paper 12/182). [Online]
- Marsh, D. (2012). ECB battens down the hatches. [Online]
- Martens, P. (2012). As Criminal Probes of JPMorgan Expand, Documents Surface Showing JPMorgan Paid \$190,000 Annually to Spouse of the Bank's Top Regulator. [Online]
- Martinuzzi, E. & Thesing, G. (2011). ECB Asks Court to Bar Greek Swap Disclosure, Cites Market-Disruption Risks. [Online]
- Marsh, S., Hansen, H. (2012). Insight. The dark side of Germany's jobs miracle. [Online]
- Matthews, D. (2013). Nine amazing facts about Janet Yellen, our next Fed chair. [Online]
- McCarthy, J. & Peach, R. W. (2004). Are Home Prices the Next "Bubble"? [Online]
- McDonald, H. (2013). Anglo Irish Bank tapes executives mock Germans amid bailout [Online]
- McKenzie, R., B. (2014) Why Are There So Few Job Losses from Minimum Wage Hikes? [Online]
- McKinsey Global Institute. (2014). Overcoming obesity: An initial economic analysis. [Online]
- McWhinnie, E. (2012). Warren Buffett Trashes Gold, But What About Silver? [Online]
- Mead, N., Blight, G. (2013). Eurozone crisis: are the years of pain over? [Online]
- Mehrling, P. (2000). Mr. Goodhart and the EMU. [Online]
- Mel, W., Oliver, R. M., Thorsten, H. (2011) How Time Preferences Differ: Evidence from 45 Countries. [Online]
- Mencken, H.L. (1982). *A Mencken Chrestomathy: His Own Selection of His Choicest Writing*. Vintageq, 1<sup>st</sup> Vintage Books ed edition
- Menger, C. (1883) *Investigations into the Method of the Social Sciences with special reference to Economics*. New York and London: New York University Press.
- Menger, C. (1892). On the Origins of Money. *Economic Journal*, vol. 2, 239-255. [Online]
- Mian, A., Sufi, A. (2011). The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 'Cash for Clunkers' Program. [Online]
- Mian, A., Sufi, A. (2011). What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel [Online]
- Mises, L. von. (1949). *Human action*. San Francisco: Fox & Wilkes.
- Mises, L. von. (1951). *Socialism. An Economic and Sociological Analysis*. New Haven: Yale University Press
- Mises, L. von. (1969). *Omnipotent Government: The Rise of Total State and Total War*. New Rochelle, New York: Arlington House.
- Mises, L. von. (2008). *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*. [Online]
- Mises, L. von. (1953). *The Theory of Money and Credit*. Yale University Press: USA.
- Mishkin, F. S., Herbertsson, T. T. (2006). Financial stability in Iceland. [Online]
- Mokyr, J. (2013). Joel Mokyr on Growth, Innovation, and Stagnation. [Online]
- Mongelli, P. F. (2013). The mutating Euro Area Crisis. Is The Balance Between „sceptics“ and „advocates“ shifting? (ECB Occasional Paper Series No. 44). [Online]
- Moreno, J. (2012). A Visit To Absurdistan: What Happened to the Spain Where I Was Born?. [Online]
- Morgenson, G., Van Natta, D. (2009). In Crisis, Banks Dig In for Fight Against Rules [Online]
- Morris, M. J., Na, E. S., Johnson, A. K. (2008). Salt craving: The psychobiology of pathogenic sodium intake. *Physiol Behav*, 94(5), 709-721. [Online]
- Movieclips. (2011, Máj 30). Inside Job #4 Movie CLIP – Financial Stability in Iceland (2010) HD. [Video súbor].
- Mozilo, A. (2010). *Conventional Wisdom in 2003*. [Online]
- Mulligan, C.B. (2012a) Mulligan on Redistribution, Unemployment, and the Labor Market. [Online]
- Mulligan, C. B. (2012b). Recent Marginal Labor Income Tax Rate Changes by Skill and Marital Status. (Working Paper 18426) [Online]
- Munger, M. (2008). Munger on Middlemen. [Online]
- Munger, M. (2013). Munger on Sports, Norms, Rules, and the Code. [Online]



- Murphy, R. P. (2008). Did the Fed, or Asian Saving, Cause the Housing Bubble? [Online]
- Murphy, R. P. (2011). Multiple Interest Rates and Austrian Business Cycle Theory. ). [Online]
- Murphy, T. (2011). Ron Paul Coin Minter, Pot Priest, Faces 15 Years in Prison. [Online]
- Murray, S. (2011). Loco London Liquidity Survey. [Online]
- Mülhert, V.S. (2012). Griechischer Ex-Politiker aus Luxusvilla abgeführt. [Online]
- Nalevanko, M., et al. (2009). Nevpuštite krízu do svojej peňaženky. Bratislava: Partners Group.
- Nasiripur, S. (2009). Credit Rating Agency Analysts Covering AIG, Lehman Brothers Never Disciplined. [Online]
- Nasiripur, S. (2010a). Geithner Singled Out In TARP Watchdog Neil Barofsky's Scathing Report On AIG Bailout. [Online]
- Nasiripur, S. (2010b). Geithner's New York Fed Pushed AIG To Keep Sweetheart Deals Secret. [Online]
- National Broadcasting Company. (2003). Interview with Vice-President Dick Cheney, NBC, „Meet the Press,” Transcript for March 16, 2003. [Online]
- National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2013. [Online]
- National Review. (2012, júl 10). Krugman Schooled in Debate. [Video súbor]
- Nazareth, L. (2013). Population drop in Spain a bad omen for Europe. [Online]
- NBS. (2006). Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. [Online]
- NBS. (2010). Analýza efektívnosti a produktivity práce NBS na príklade prípadovej štúdie komparácie s ostatnými centrálnymi bankami eurozóny. [Online]
- NBS. (2011). Analýza slovenského finančného sektora. [Online]
- NBS. (2013). Menová štatistika peňažných finančných inštitúcií. [Online]
- Neate, R. (2014). Scandal of Europe's 11m empty homes. [Online]
- Nelson, E. (2008). The Great Recapitalization. Economic Synopses, No. 29. [Online]
- Newbery, Ch. (2012). Argentina Cen. Bank Reform Designed to Spur Grwth, Fight Infln. [Online]
- Newman, M. (2012). Financial Services Authority worked with banking groups to protect City interests, papers reveal. [Online]
- News-medical. (2013). New analysis casts doubt on American Heart Association omega-6 PUFA advice [Online]
- Newsweek Staff. (2009). Robert Rubin On How To Make Capitalism Work Again. [Online]
- Nicolini, J. P. (1996). Ruling out speculative hyperinflations. The role of the government. Journal of Economic Dynamics and Control, 20. (791 – 809). [Online]
- O'Brien, M. (2013). The Most Important Economic Stories of 2013—in 44 Graphs. [Online]
- OECD. (2005). OECD Economic Surveys. Greece. Vol. 12, September. [Online]
- Ohanian, L. (2012). Ohanian on the Great Recession and the Labor Market. [Online]
- Oliver, Ch. (2012). China's softening yuan could block rate cuts. [Online]
- Opalesque TV (2012). Jim Chanos Psychology of short selling; China makes Europe, U.S. debt look like child's play. [Video súbor].
- Palata, L., Vlčková, J. (2013). Poľsko znárodní polovinu peňazí v penzijných fondoch a umaže dlhy. [Online]
- Paltrow, S. (2012). Insight: Top Justice officials connected to mortgage banks. [Online]
- Parliament of Iceland. (2008). Summary of the Report's Main Conclusions. [Online]
- Papola, J. (2013). John Papola on the State of Economics. [Online]
- Penty, Ch. (2013). Spain's Shrinking Bank Network Leaves CaixaBank Top-Heavy. [Online]
- Pesso, J. P., Reenen, J. V. (2013). The UK Productivity and Jobs Puzzle: Does the Answer Lie in Labour Market Flexibility? (Special Paper No. 31) [Online]
- Phillips, M. (2011). Fannie and Freddie: The Saga in Charts. [Online]
- Phillips, M., House, J., Bjork, Ch. (2012). New Europe Woes Hit Stocks. [Online]
- Pinkovskiy, M., Sala-i-Martin, X. (2009). Parametric Estimations of the World Distribution of Income. (NBER Working Paper No. 15433). [Online]
- Pisani-Ferry, J. (2012). Tim Geithner and Europe's phone number. [Online]
- Planet Money. (2011). The Friday Podcast: Gold Standard, R.I.P. [Audio súbor].
- Planet Money. (2012). Episode 396: A Father Of High Speed Trading Thinks We Should Slow Down [Audio súbor].
- Pn2543. (2008, 1. január). CSPAN Rep Paul Kanjorski Reviews the Bailout Situation. [Video súbor]
- Poterba, J. M., Venti, S.F., Wise, D.A. (2012). Were They Prepared for Retirement? Financial Status at Advanced Ages in the HRS and AHEAD Cohorts. (NBER Working Paper No. 17824). [Online]
- Poštová banka. (2012). Ekonomický týždenník, 11/2012. [Online]

- Powell, J. (2003). Tough Questions for Defenders of the New Deal. [Online]
- Pravda. (2010). V pozadí emisí sa objavili slovenskí podnikatelia. [Online]
- Proulx, E. (2012). Riding the Trillion-Dollar Real Estate Recovery Roller Coaster [Online]
- ProPublica. (2013). Bailout Recipients. [Online]
- Prušová, V., Glovičko, J. (2012). Švajčiari odhalili úplatky v tunelovaní Braniska. [Online]
- Rachman, G. (2008). Super Sarko's plan for the world. [Online]
- Radford, R.A. (1945). The Economic Organization of a P.O.W. Camp. [Online]
- Rahn, R.W. (2013). The Failed Fed. [Online]
- Ramey, V.A., (2012). Government Spending and Private Activity. [Online]
- ReasonTV (2011, Júl 20). Experimental Economist Vernon Smith on the Housing Bubble, Adam Smith, and Libertarianism. [Video súbor]
- Reichley, J. (1981). Conservatives in an Age of Change. The Nixon and Ford Administrations. Brookings Institution Press
- Reilly, B., Rickman, N., Witt, R. (2012). Robbing banks. Crime does pay – but not very much The Royal Statistical Society, Vol. 9, 17-21. [Online]
- Reinhart, C. M. (2012). Financial Repression Back to Stay: Carmen M. Reinhart. [Online]
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2012). Sorry, U.S. Recoveries Really Aren't Different. [Online]
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2013). Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial (Working Paper 18888). [Online]
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2013b). Financial and Sovereign Debt Crises. Some Lessons Learned and Those Forgotten. (IMF Working Paper). [Online]
- Reisman, G. (2008) Standing Keynesian GDP on Its Head: Saving Not Consumption as the Main Source of Spending. [Online]
- Reserve Bank of India (2013). Report of the Working Group to Study the Issues Related to Gold Imports and Gold Loans by NBFCs. [Online]
- Reserve Bank of Zimbabwe. (2007). 2007 Annual Report. [Online]
- Reuters. (2011). Trichet: Bet on Greece default and you'll lose. [Online]
- Reuters. (2012a). Bankia executives paid nearly 22 mln euros in 2011. [Online]
- Reuters. (2012b). Financial crises caused by „stupidity and greed“ –Geithner. [Online]
- Reuters. (2012c). Peregrine's regulator: Wasendorf's forgeries fooled us. [Online]
- Reuters. (2012d). Spain may offer residency to foreigners buying homes. [Online]
- Reuters (2013). Cash airlift helped avert Greek bank run during debt crisis paper. [Online]
- Reuters. (2014) Italy biggest banks could pocket 3.5 bln euros from BOI's stake sale analysts [Online]
- Reuters TV. (2012, April 26). Will a gold bar buy a case of beer? -- Felix TV. [Video súbor]
- Rickey Pickles. (2009, October 20). Ronald Reagan „Government is the problem“. [Video súbor]
- Ridley, M. (2013). Global outlook rosy; Europe's outlook grim. [Online]
- Rinne, U., Zimmermann, K. F. (2012). Another economic miracle? The German labor market and the Great Recession. IZA Journal of Labor Policy, 1(3), 1-21. [Online]
- Ritholtz, B. (2012). Foreign Holders of US Treasuries. [Online]
- Roberts, S. (2006). Infamous 'Drop Dead' Was Never Said by Ford. [Online]
- Rogoff, K.S. (2002). Moral Hazard in IMF Loans. How Big a Concern? Finance & Development, Volume 39, Number 3. [Online]
- Rogoff, K.S. (2010). Can Greece Avoid the Lion? [Online]
- Romer, Ch. (2008). Business Cycles. [Online]
- Romer, Ch., Bernstein, J. (2009). The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan [Online]
- Ross, B. (2009). Scandal at Treasury: Official Quits Amidst Fraud Scandal. [Online]
- Rothbard, M. N. (2009). Man, Economy and State: With Power and Market. Ludwig von Mises Institute.
- Rothbard, M. N. (2010). What Has Government Done to Our Money? CreateSpace Independent Publishing Platform
- Rothfus, K. (2013, Júl 17). Bernanke Admits to Rothfus: Fed „Not Literally“ Printing Money [Video súbor]
- Rub, M. (2012). Das verlorene Steuerparadies. [Online]
- Salerno, J. T. (1991). Two Traditions in Monetary Theory. Journal des Economistes et des Etudes Humaines 2 (2). [Online]
- Salerno, J. T. (2010). Money, Sound and Unsound. Alabama: Ludwig von Mises Institute

- Salerno, J. T. (2012). A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15, 3 – 44. [Online]
- Salidjanova, N. (2014). China's Foreign Exchange Reserves and Holdings of U.S. Securities. USCC Economic Brief No. 2. [Online]
- Salmon, F. (2010). Blaming Rubin. [Online]
- Salmon, F. (2011). Hank Paulson's inside jobs. [Online]
- Salmon, F. (2012a). Adventures with reprofiling, Lee Buchheit edition. [Online]
- Salmon, F. (2012b). The multimillionaire men of Lehman. [Online]
- Salmon, F. (2013). Corzine's disgrace. [Online]
- Salvatore, D. (1997). The Common Unresolved Problem with the EMS and EMU. *American Economic Review* 87(2), 224-226
- Samuelson, P. A. (1943). Full Employment after the War. In Harris, S. E. (ed.), *Postwar Economic Problems* New York and London: McGraw-Hill.
- Samuelson, P. A. (1958). An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *The Journal of Political Economy*, Vol. 66, No. 6., 467-482. [Online]
- Samuelson, P. A. (1952) Economic Theory and Mathematics — An Appraisal. *American Economic Review* 42, 56-66.
- Samuelson, P. A. (1947). *Foundations of Economic Analysis*. Elarged ed. 1983. Harvard. Harvard University Press.
- Samuelson, P. A. (1989). *Economics*. New York: McGraw Hill.
- Sanders, B. (2009). Bernanke: In His Own Words. [Online]
- Sbrancia, M. B. (2011). Debt and Inflation during a Period of Financial Repression. [Online]
- Schaefer, S. (2012). CBO Updates TARP Tally: \$24B Cost To Taxpayers (\$14B From AIG) [Online]
- Schechter, D. (2010). *The Crime Of Our Time: Why Wall Street is Not Too Big To Jail*. Disinformation Books.
- Scherbina, A. (2013). Asset Price Bubbles: A Selective Survey (IMF Working Paper 13/45). [Online]
- Schiessl, M. (2010). The Four Horsemen of the Acropolis. An Old Battlefield Returns in War on Euro. [Online]
- Schuldbach, J. (2012). Universal banks: Optimal for clients and financial stability. [Online]
- Schlichter, D. S. (2011). *Paper money collapse: the folly of elastic money and the coming monetary breakdown*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
- Schmidt, R. (2009). Geithner Aides Reaped Millions Working for Banks, Hedge Funds [Online]
- Schneider, F., Buehn, A., Montenegro, C. E. (2010). Shadow Economies all over the World: New Estimates for 162 Countries from 1999 to 2007. [Online]
- Schutz, P. (2011). Mlynček, prestri sa. [Online]
- Schwartz, P. (2004) *The Euro as Politics*. London: Institute of Economic Affairs, Research Monograph 48.
- Science Daily. (2013). For Pundits, It's Better to Be Confident Than Correct. [Online]
- Selgin, G. (2012a). Incredible Commitments: Why the EMU is Destroying both Europe and Itself [Online]
- Selgin, G. (2012b). Is NGDP a sufficient statistic for monetary policy?. [Online]
- Selgin, G., Lastrapes, W. D., White, L. W. (2010). Has the Fed Been a Failure? [Online]
- Senaj, M., Šilhár, P., Zavadil, T. (2012). Finančná situácia slovenských domácností. [Online]
- Senaj, M. & Zavadil, T. (2012). Výsledky prieskumu finančnej situácie slovenských domácností. [Online]
- Serdarevic, M. (2012). Greece, Portugal and Spain really have benefitted most from the euro. [Online]
- Shea, Ch. (2012). Survey: No Support for Gold Standard Among Top Economists. [Online]
- Shelton, J. (2012). The Soviet Banking System—and Ours. [Online]
- Shepherd, S., Kay A.C. (2011) On the Perpetuation of Ignorance: System Dependence, System Justification, and the Motivated Avoidance of Sociopolitical Information. *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol. 102, No. 2, 264–280.
- Shin, H. S. (2005). Financial System Liquidity, Asset Prices and Monetary Policy. [Online]
- Shin, H. S. (2009). Reflections on Northern Rock. The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1. (101 – 119).
- Shostak, F. (2003). Housing Bubble: Myth or Reality? [Online]
- Sifma. (n.d.). Statistics and data pertaining to financial markets and the economy [Online]
- Sims, Ch. A. (1999). The Precarious Fiscal Foundations of EMU. [Online]
- Sims, Ch. A. (2013). Paper Money. [Online]
- Singer, M. (2012). Krize eurozóny 10. Mezinárodní konference European Governance – Corporate Governance „Perspektivy eurozóny“. [Online]



- Singh, M. (2011). Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications. (IMF Working Paper 11/256). [Online]
- Singh, M. & Stella, P. (2012a). Money and Collateral. (IMF Working Paper 12/95). [Online]
- Singh, M. & Stella, P. (2012b). The (other) deleveraging. What economists need to know about the modern money creation process. [Online]
- Sinn, H.-W. (2010). Casino Capitalism: How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now. Oxford. Oxford University Press.
- Sinn, H.-W. (2011). Germany's capital exports under the euro. [Online]
- Sinn, H.-W. (2012). TARGET losses in case of a euro breakup. [Online]
- Sissoko, C. (2012a). How bank regulation fails us. [Online]
- Sissoko, C. (2012b). Is Financial Regulation Structurally Biased to Favor Deregulation? [Online]
- SITA. (2012). Matka gréckeho expremiéra má údajne konto s 550 miliónmi eur. [Online]
- Skousen, M. (1999). The Perseverance of Paul Samuelson's "Economics". [Online]
- Skousen, M. (2009). The Making of Modern Economics. The Lives and Ideas of the Great Thinkers. 2<sup>nd</sup> edition. New York: M.E.Sharpe.
- Smith, A. (2003). The Wealth of Nations. Bantam Classics.
- Smith, B. (1966). In defense of extreme (fallibilistic) apriorism. Journal of Libertarian Studies, 12 (1), 179-192. [Online]
- Smith, H. (2014). Chinese carrier Cosco is transforming Piraeus - and has eyes on Thessaloniki. [Online]
- Smith, N. (2014). The most damning critique of DSGE. [Online]
- Smith, R. (2013). Why (Almost) No One In Myanmar Wanted My Money. [Online]
- Smyth, S. (2012). Spanish Home Prices Fall Most on Record as Economy Shrinks. [Online]
- Smith, Y. (2012). Golden Memories. [Online]
- Smith, Y. (2010). NY Fed Under Geithner Implicated in Lehman Accounting Fraud Allegation [Online]
- Sornette, D. (2002). Critical market crashes. [Online]
- Sowell, T. (2011). Basic Economics 4<sup>th</sup> Edition. ReadHowYouWant.
- Spiegel Online (2007). Spanische Herausforderung: „Wir sind uns sicher, dass wir Deutschland überholen“ [Online]
- Spiegel Online. (2012a) Euro-Einführung: Kohl-Regierung wischte Bedenken über Italien beiseite [Online]
- Spiegel Online. (2012b). Un-Welcome Wagon: Merkel Ventures to Athens in Late Show of Solidarity. [Online]
- Starbatty, J. (2006). Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität. (Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 308). [Online]
- Starbatty, J. (2011). Das Euro-Abenteuer geht zu Ende: Wie die Währungsunion unsere Lebensgrundlagen zerstört. Kopp Verlag
- Starr, R. M. (2002). Monetary general equilibrium with transaction costs. Journal of Mathematical Economics 39, 335-354. [Online]
- Stigler, G. J. (1965). The Economist and the State. The American Economic Review, Vol. 55, No. 1/2, 1-18. [Online]
- Stiglitz, J. E. (2010). Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy W. W. Norton & Company.
- Stiglitz, J. E., Orszag, J. M., Orszag, P. R. (2002). Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-based Capital Standard. FannieMac Papers, Vol. 1, (2). [Online]
- Stock, J. H., Watson, M. W. (2003). How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession? Economic Quarterly, Vol. 89 (3), 71-90. [Online]
- Stoeflerle, R.P., Valek, M. J. (2014). Monetary Tectonics 50 Slides Illustrating The Tug Of War Between Inflation And Deflation. [Online]
- Stoffer, H. (2008). Treasury extends \$6 billion in aid to GMAC, GM. [Online]
- Strogatz, S. (2009). Guest Column: Like Water for Money. [Online]
- Summer, S. (2012). The case for Nominal GDP Targeting. [Online]
- Summers, L. H. (1981). Inflation and the Valuation of Corporate Equities. (NBER Working Paper No. 824). [Online]
- Sullivan, T. (2008, August 7). Einhorn Pt. 2. [Video súbor]
- Svobodová, I. (2012). Španělé v krizi často pracují zadarmo. Čekají na své výplaty celé měsíce. [Online]
- Synthetic Assets. (2012). In defense of banking ... [Online]
- Šíma, J. (2002). Deflate – definiční znak zdravé ekonomiky Finance a úvěr. roč. 52, č. 10, s. 539-549. [Online]
- Šurda, P. (2012). Economics of Bitcoin: is Bitcoin an alternative to fiat currencies and gold? Diplomová práca, WU Vienna University of Economics and Business.

- Tages-Anzeiger. (2010). Die Währungsunion ist eine Schicksalsgemeinschaft. [Online]
- Tagespiegel. (1998). Interview with Krugman. [Online]
- Taleb, N. N. (2012). *Antifragile: Things That Gain from Disorder*. New York: Random House.
- Taibbi, M. (2011). *The Real Housewives of Wall Street*. [Online]
- Taibbi, M. (2012). SEC Rocked By Lurid Sex-and-Corruption Lawsuit. [Online]
- Taibbi, M. (2013). Why Didn't the SEC Catch Madoff? It Might Have Been Policy Not To. [Online]
- TASR. (2003). Rekordná strata NBS. [Online]
- TASR. (2007). NBS dosiahla v roku 2006 stratu 45 miliárd korún. [Online]
- TASR. (2010). MFSR: Pôžička Grécku by bola pre SR zisková. [Online]
- TASR. (2012). Grécko zvýšilo odhad dlhu, budúci rok dosiahne skoro 190 percent. [Online]
- Taylor, A.M. (2012). The Great leveraging. (BIS Working Papers No 398). [Online]
- Teitelbaum, R. (2011). How Paulson Gave Hedge Funds Advance Word of Fannie Rescue. [Online]
- Tepper, J. (n.d.). A Primer on the Euro Breakup: Default, Exit and Devaluation as the Optimal Solution. [Online]
- The Big Picture. (2008). Berkshire to GS: „I Got \$5 Billion, but Its Gonna Cost Ya“. [Online]
- The Daily Bail. (2009). Kanjorski Reveals Paulson's Closed-Door TARP Threats. [Online]
- The Daily Bail. (2012). Sheila Bair: 'Tim Geithner Was The Problem'. [Online]
- The Department of the Treasury. (2013). Fiscal Year 2013 Q2 Report. [Online]
- The Local. (2011). German banks would have paid Greece more. [Online]
- The Local. (2012). One in four earns less than €9.15 an hour. [Online]
- The Logical. (2012). One in four earns less than €9.15 an hour. [Online]
- The Nobel Foundation. (1974). The Pretence of Knowledge. [Online]
- The Money Illusion. (2012). It makes very little difference how new money is injected. [Online]
- The Money Illusion. (2012). It really, really, really doesn't matter who gets the money first – part 2. [Online]
- The New York Times. (2009). In Crisis, Banks Dig In for Fight Against Rules. [Online]
- The New York Times. (2013). Wall St. Lobbyists and Financial Regulation. [Online]
- The Resistance. (2009, November 8). Mark Dice tries to sell \$1100 one ounce gold coin for \$50; no takers. [Video súbor]
- The Telegraph. (2009). Queen told how economists missed financial crisis. [Online]
- The Wall Street Journal. (2013) Jack Lew's Golden Parachute. ). [Online]
- The White House. (2005). Press Briefing by Director, National Economic Council, Al Hubbard, and Chairman, Council of Economic Advisors, Ben Bernanke. [Press release].
- Thorton, D. L. (2008). Walter Bagehot, the Discount Window, and TAF. *Economic Synopses*, no. 27. [Online]
- Thorton, M. (2006). Housing: Too Good to Be True. [Online]
- Thorton, M. (2005). Skyscrapers and Business Cycles. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 8, No. 1, 51-74. [Online]
- Tirole, J. (1989). Asset Bubbles and Overlapping Generations. *Econometrics*, Vol. 53, No. 6, 1499-1528. [Online]
- Tobin, J. (1972). Inflation and Unemployment. *American Economic Review*, 66(4), 699-708.
- Trebesch, Ch., Zettelmeyer, J. (2013). ECB Interventions in Distressed Sovereign Debt Markets: The Case of Greek Bonds. [Online]
- Tremlett, G. (2012). Former Bankia executive gets €14m payoff. [Online]
- Trofimov, Y. (2011). Many Afghans Shrug at 'This Event Foreigners Call 9/11'. [Online]
- Trotta, D. (2013). Iraq war costs U.S. more than \$2 trillion: study. [Online]
- Truman, H. S. (1947). Special Message to the Congress: The President's First Economic Report. [Online]
- Tse, T.M. (2010). Goldman Sachs earns \$13 billion in 2009. [Online]
- Turk, J. (2012). The Aboveground Gold Stock: Its Importance and Its Size. [Online]
- Turner, P. (2013). Benign neglect of the long-term interest rate. (BIS Working Papers No 403). [Online]
- U.S. Commodity Futures Trading Commission. (2012). CFTC Charges Ireland-based "Prediction Market" Proprietors Intrade and TEN with Violating the CFTC's Off-Exchange Options Trading Ban and Filing False Forms with the CFTC. [Press release].
- U.S. Department of The Treasury. (2006). Interagency Statement on Sound Practices Concerning Elevated Risk Complex Structured Finance Activities. [Press release].
- U.S. Department of The Treasury. (2009a). Homeowner Affordability and Stability Plan Fact Sheet. [Online]



- U.S. Department of The Treasury. (2009b). Treasury Department Statement on Auto Supplier Support Programs. [Online]
- U.S. Department of The Treasury. (2012). The Financial Crisis Response In Charts. [Online]
- U.S. Department of The Treasury. (2013a). Calendars of the Treasury Secretary. [Online]
- U.S. Department of The Treasury. (2013b). Troubled Asset Relief Program. Four Year Retrospective Report. [Online]
- U.S. Equities. (2013). Circuit Breakers. [Online]
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2006). Comments on Policy Statement: Interagency Statement on Sound Practices Concerning Elevated Risk Complex Structured Finance Activities. [Press release].
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2011). SEC Charges Former Fannie Mae and Freddie Mac Executives with securities Fraud. [Press release].
- Ugolini, S. (2011). What do we really know about the long-term evolution of central banking? Evidence from the past, insights for the present. [Online]
- USEMBBratislava. (2011, December 8). Face 2 Face: Financial Crisis In Europe – Future Prospects. [Video súbor]
- Valček, A. (2013). J&T Banka využila lacné peniaze ECB, na dlhu Slovenska zarobila milióny. [Online]
- Vaňo, V. (2010). Druh Weimar? [Online]
- Vermeersch, A. (1912). Ususry. In The Catholic Encyclopedia. New York: Robert Appleton Company. [Online]
- Vidal, J. B., Draca, M. & Fons-Rosen, Ch. (2011). Revolving Door Lobbyists. [Online]
- Viegi, N. (2010). Monetary Economics. The Cagan Model. [Online]
- Vits, Ch. & Thesing, G. (2007). ECB Lends 94.8 Billion Euros as Money Rates Surge (Update3). [Online]
- Von Böll, et al. (2012). Operation Selbstbetrug. [Online]
- Wagner, R. (2012). Deficits, Debt and Democracy: Wrestling with the Tragedy on the Fiscal Commons. Cheltenham: Edward Elgar.
- WashingtonsBlog. (2010). Fraud Caused the 1930s Depression and the Current Financial Crisis. [Online]
- WashingtonsBlog. (2011a). Goldman Bet Against Entire European Nations – Who Were Clients – the Same Way It Bet Against Its Subprime Mortgage Clients. [Online]
- WashingtonsBlog. (2011b). Obama Prosecuting Fewer Financial Crimes Than Under Reagan or Either Bush. [Online]
- Weil, J. (2012). The EU Smiled While Spain's Banks Cooked the Books. [Online]
- Weil, J. (2012b). How to Help a Sick French Bank Look Healthy. [Online]
- Weil, J. (2011). When No. 1 Financial-Strength Ranking Spells Doom. [Online]
- Weisenthal, J. (2009). Krugman In ,02: 'Greenspan Needs To Create A Housing Bubble'. [Online]
- Weisenthal, J. (2012a). A Hedge Fund Has Physically Taken Control Of A Ship Belonging To Argentina's Navy. [Online]
- Weisenthal, J. (2012b). RICHARD KOO: The Entire Crisis In Europe Started With A Big ECB Bailout Of Germany. [Online]
- Weissmann, J. (2013). Why the Poor Don't Work, According to the Poor. [Online]
- Wenger, T. (2012). Interview with ECB President Mario Draghi: 'We Couldn't Just Sit Back and Do Nothing'. [Online]
- Whelan, K. (2012a). The ECB's Secret Letter to Ireland: Some Questions. [Online]
- Whelan, K. (2012b). Trichet Tells CNN: Don't Publish the ECB's Secret Letter. [Online]
- Whelan, K. (2013a). Ireland's Economic Crisis The Good, the Bad and the Ugly. [Online]
- Whelan, K. (2013b). The Anglo Tapes, The Guarantee And Ireland's Economic Crisis. [Online]
- Whelan, K. (2013c). Ireland's Blanket Guarantee Supporters: Still Wrong After All These Years. [Online]
- White, E. (2012). Eugene White on Bank Regulation. [Online]
- White, L. H. (2005). The Federal Reserve System's Influence on Research in Monetary Economics. Investigatin the Apparatus, 2(2), 325-354. [Online]
- White, W. R. (2012). Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. (Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 126). [O]
- Williamson, S. H. (2015). Annualized Growth Rate of Various Historical Economic Series. [Online]
- Willkins, L., Richter, C. P. (1940). A Great Craving for Salt by a Child With Cortico-Adrenal Insufficiency. JAMA, 114(10), 866-868. [Online]
- Wilmont, J. et al. (2009). Long Shadows. Collateral Money, Asset Bubbles, and Inflation. [Online]
- Winkler, R. (2009).Cuomo releases ugly details on bank bonuses. [Online]



- Wood Creek Capital Management. (2010). The Long Horizon Benefits of Traditional and New Real Assets in the Institutional Portfolio. [Online]
- Woodford, M. (2003). Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton: Princeton University Press.
- Woodford, M. (2012). Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. [Online]
- Woellert, L. & Kopecki, D. (2008). Credit-Rating Companies 'Sold Soul,' Employees Said. [Online]
- Woytinski, W. S. (1947). What Was Wrong in Forecasts of Postwar Depression?. *Journal of Political Economy*, Vol. 55, No. 2, 142-151. [Online]
- Yamaguchi, Y. (2012). Elderly at Record Spurs Japan Stores Chase \$1.4 Trillion. [Online]
- Yellen, J.L. (2009). A View of the Economic Crisis and the Federal Reserve's Response. [Online]
- Younglai, R. (2009). Moody's secretive nature described to Congress. [Online]
- ZeroHedge. (2011a). The CEO Of Failed Dexia Made €1.95 Million In 2009 And 2010 Despite A €150 Billion Government Guarantee And A Fed Bailout. [Online]
- ZeroHedge. (2011b). Where Does The Greek Bailout Money Go? [Online]
- ZeroHedge. (2012). Charlie Munger: Gold Is For Holocaust-Era Jewish Families To Sew Into Their Garments; Civilized People Don't Buy Gold. [Online]
- Zulauf, P. (2012). Es wird unendliches Leid über Europa gebracht. [Online]
- Zingales, L. (2009). The opposition's opening remarks. [Online]
- Zingales, L. (2012a). Housing Bubble and Fraud. [Online]
- Zingales, L. (2012b). Zingales on Capitalism and Crony Capitalism. [Online]
- Zingales, L. (2013). Preventing Economists' Capture 2013. Eds. Carpenter, D., Moss, D. () Preventing Regulatory Capture: Special Interest Influence and How to Limit it. [Online]
- Zmluva o Európskej únii a Zmluva o fungovaní Európskej únie a Charta základných práv Európskej únie.
- Zumbrun, J. (2010). Clinton Calls Advice He Got on Derivatives 'Wrong'. [Online]

Ďakujem všetkým podporovateľom,  
ktorí umožnili vydanie.



Friedrich Naumann  
STIFTUNG FÜR DIE FREIHEIT



A ďalších 342 podporovateľov na crowdfundigovej  
platforme Startovac.cz